

**FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
INVESTASI SEBAGAI VARIABEL MODERATING
DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 2000 SAMPAI 2002**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

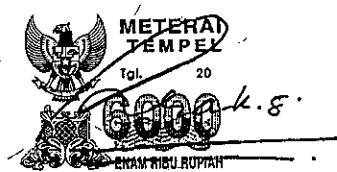
**Oleh :
Reza Kumala Sari
NIM. C4A002305**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2005**

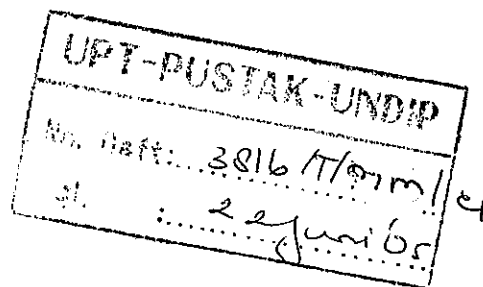


Sertifikat

Saya, *Reza Kumala Sari*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya



Reza Kumala Sari

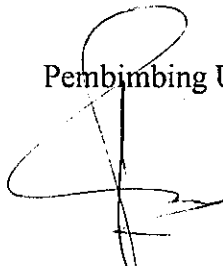


PERSETUJUAN DRAFT TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa draft tesis berjudul:
**FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
INVESTASI SEBAGAI VARIABEL MODERATING
DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 2000 SAMPAI 2002**

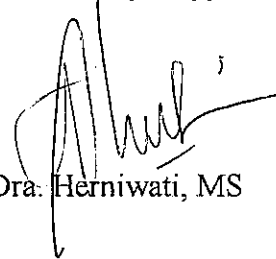
yang disusun oleh Reza Kumala Sari, NIM. C4A002305
telah disetujui untuk dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 21 Februari 2005

Pembimbing Utama



Drs. Prasetyono, Msi

Pembimbing Anggota



Dra. Herniwati, MS

Semarang, Maret 2005
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

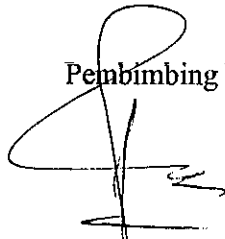
Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa draft tesis berjudul :
**FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
INVESTASI SEBAGAI VARIABEL MODERATING
DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 2000 SAMPAI 2002**

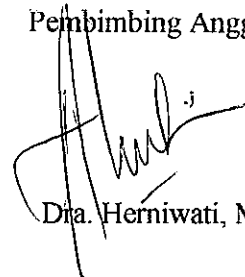
yang disusun oleh Reza Kumala Sari, NIM. C4A002305
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 21 Februari 2005
dan memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



Drs. Prasetyono, Msi

Pembimbing Anggota



Dra. Herniwati, MS

Semarang, Maret 2005
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. ~~Suyudi~~ Mangunwihardjo

HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO

*Jangan pernah berpikir bahwa setiap orang dari kita ini penting sekali,
Allah punya cara dan alat.
Allah bisa saja membuat Segalanya terbalik
Sekalipun hal itu ditangani orang yang sangat kuat dan pandai sekali.
Tanpa dihubungkan dengan Cinta
Semua pekerjaan tidak akan ada gunanya.
Allah tidak akan menanyakan pada seseorang berapa banyak buku yang sudah
dibacanya, melainkan dia akan bertanya
Apakah dia sudah melakukan yang terbaik demi Cintanya kepada Allah.
(The Joy of Loving, 365 hari bersama Bunda Teresa)*

*segala sesuatu yang dijumpai tangan untuk dikerjakan
kerjakanlah itu sekuat tenaga
(Pengkhotbah 9 : 10)*

*Ku Persembahkan Tesis Ini Untuk
Orang tuaku tercinta;
Adikku, tika*

ABSTRACT

The primary goal of the company is to maximize stake holder's prosperity or company's value, this can be gone through by maximizing present value that expected will be received in the future. The measure used is price earning ratio (PER). Stock ownerships is distinguished in two case i.e inside company ownership (managerial ownership) and outside company ownership (individual and institutional ownerships). The primary goal achieved by company is sometime against to the goal management, that is manager can make a decision that improve their own prosperity by sacrificing individual stakeholder. The difference of goal in maximizing stake holder's prosperity between stakeholder and management party had been raising a research which concern about the influence on company's value.

Target of research is to Analyze influence by parsial and also by simultan variable of ownership of managerial, company size measure, likuiditas, leverage, profitability (either through indirect and also direct which is interaction with investment variable) to variable of dependen (company's value). The type of data used is secondary data that obtained ICMD 2001 – 2003, JSX Statistic 4th Quarter 2000 – 2002 then collected by documentation. Research population are whole companies listed in Jakarta stock exchange, except insurance and financial sector, which adopted by purposive sampling, the last sample obtained is as much as 219 emiten, analysis technique uses multiple lineat regression by means of variabel moderating absolute difference. The examination classic assumption deviation is hel to make sure that the result of regression analysis appropriate for interpretation.

Examination of data normalitas show distribution is not normal so that there are sampel which must be [released] from analysis because the data have the character of extremely. Final Sampel which analysed by counted 188 emiten. Result of research show variable of ownership of managerial, ratio of leverage, interaction of leverage with investment, and profitability interaction with investment by parsial have an effect on to company value. while variable which not have an effect on [is] company size measure, profitability and likuiditas, and investment interaction with ownership of managerial, company size measure and of likuiditas. By together all independent variable have an effect on to company value.

ABSTRAKSI

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau nilai perusahaan, hal ini dapat ditempuh dengan memaksimalkan nilai sekarang yang diharapkan akan diterima di masa yang akan datang. Ukuran yang digunakan *price earning ratio* (PER). Kepemilikan saham dibedakan dua, yaitu kepemilikan dalam perusahaan (kepemilikan manajerial) dan kepemilikan luar perusahaan (kepemilikan individual dan institutional). Tujuan utama yang ingin dicapai pemegang saham (terutama *outsider ownership*) kadang bertentangan dengan tujuan pihak manajemen, yaitu manajer bisa membuat keputusan yang memperbaiki kesejahteraan mereka sendiri dengan mengorbankan pemegang saham individu. Perbedaan tujuan dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham antara pemegang saham dengan pihak manajemen, telah menimbulkan penelitian yang membahas pengaruh kepemilikan manajerial yang mempunyai dampak terhadap nilai perusahaan.

Tujuan penelitian adalah Menganalisis pengaruh secara parsial maupun secara simultan variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, likuiditas, leverage, profitabilitas (baik secara langsung maupun tidak langsung yang diinteraksikan dengan variabel investasi) secara bersama-sama terhadap variabel dependen (nilai perusahaan). Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh ICMD 2001 – 2003, JSX Statistic 4th Quarter 2000 – 2002 kemudian dikumpulkan dengan dokumentasi. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, kecuali sektor keuangan dan asuransi, yang diambil dengan teknik *purposive sampling*, sampel akhir yang diperoleh sebanyak 219 emiten. Teknik analisis menggunakan regresi linier berganda dengan variabel moderating metode selisih mutlak. Pengujian penyimpangan asumsi klasik dilakukan untuk memastikan bahwa hasil analisis regresi layak diinterpretasi.

Pengujian normalitas data menunjukkan tidak berdistribusi normal sehingga terdapat sampel yang harus dikeluarkan dari analisis karena data tersebut bersifat ekstrim. Sampel akhir yang dianalisis sebanyak 188 emiten. Hasil penelitian menunjukkan variabel kepemilikan manajerial, rasio leverage, interaksi leverage dengan investasi, dan interaksi profitabilitas dengan investasi secara parsial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. sedangkan variabel yang tidak berpengaruh adalah ukuran perusahaan, likuiditas dan profitabilitas, dan interaksi investasi dengan kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan likuiditas. Secara bersama-sama seluruh variabel independen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

KATA PENGANTAR

Puji Syukur Penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa atas limpahan kasih dan karunia-Nya sehingga dengan usaha keras Penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul **“Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya di Bursa Efek Jakarta Periode 2000 Sampai 2002”**. Penyusunan tesis ini merupakan salah satu syarat untuk menyelesaikan derajat Sarjana strata 2 (S-2) pada Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Dalam proses penyusunan hingga selesainya tesis ini, penulis banyak memperoleh bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Dr. H. Moch. Chabachib, Msi, Akt selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
2. Bapak Drs. Prasetiono, MSi selaku Dosen Pembimbing yang telah memberikan saran, bimbingan, dan pengarahan sehingga tesis ini dapat terselesaikan.
3. Ibu Dra. Herniwati, MSi selaku Dosen Pembimbing yang telah memberikan saran, bimbingan, dan pengarahan sehingga tesis ini dapat terselesaikan.
4. Orang tua-ku tercinta, yang selalu memberi dorongan semangat dan doanya.
5. Adikku Tika yang galak, tapi membantuku dalam penyelesaian tesis dengan menemaniku di saat-saat sulit.

6. Sahabat-sahabatku dalam menempuh kuliah yang saling memberikan semangat. *keep the spirit ok dan kompak selalu!*
7. Semua pihak yang tak dapat disebutkan satu persatu, yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan tesis ini baik secara langsung maupun tidak langsung.

Penulis menyadari bahwa dalam tesis ini masih terdapat kekurangan-kekurangan karena adanya keterbatasan pengetahuan dan pengalaman. Oleh karena itu segala kritik dan saran yang membangun sangat diharapkan untuk kesempurnaan penelitian di masa mendatang.

Akhir kata, semoga tesis ini bermanfaat dan dapat digunakan sebagai tambahan informasi bagi semua pihak yang membutuhkan.

Semarang, Februari 2005

Reza Kumala Sari

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Halaman Persetujuan Draft Tesis.....	iii
Halaman Pengesahan.....	iv
Halaman Motto Dan Persembahan.....	v
Abstract	vi
Abstraksi	vii
Kata Pengantar	viii
Daftar isi	x
Daftar Tabel	xii
Daftar Gambar	xiv
Daftar Lampiran	xv
 BAB I PENDAHULUAN	 1
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Perumusan Masalah.....	12
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	14
1.3.1 Tujuan Penelitian.....	14
1.3.2 Manfaat Penelitian.....	15
 BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	 16
2.1 Telaah pustaka	16
2.1.1 Nilai Perusahaan	16
2.1.2 Investasi	19
2.1.3 Kepemilikan manajerial.....	22
2.1.4 Ukuran Perusahaan (Firm Size)	26
2.1.5 Ratio Solvabilitas (Leverage Ratio).....	27
2.1.6 Likuiditas	26
2.1.7 Profitabilitas.....	30
2.2 Penelitian-Penelitian Terdahulu.....	32

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis	37
2.4 Hipotesis	38
2.5 Definisi Operasional	39
BAB III METODE PENELITIAN	40
3.1 Jenis dan Sumber Data	40
3.2 Populasi dan Sampel Penelitian.....	40
3.3 Metode Pengumpulan Data	42
3.4 Metode Analisis	42
3.4.1. regresi linear berganda	42
3.4.2. Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik.....	43
3.4.2.1.Uji Normalitas Data.....	44
3.4.2.2.Uji autokorelasi	44
3.4.2.3.Uji Heteroskedastisitas	45
3.4.2.4.Uji Multikolinearitas	46
3.4.3. Pengujian kelayakan model (goodness of fit test).....	46
3.4.2.1 Analisis koefisien korelasi dan determinasi.....	46
3.4.2.2 Pengujian Hipotesis	47
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	48
4.1 Gambaran Objek Penelitian	48
4.2 Hasil dan Pembahasan	50
4.2.1 Statistik Deskriptif	50
4.2.2 Uji Penyimpangan Asumsi Klasik	52
4.2.2.1 Uji Normalitas.....	52
4.2.2.2 Uji Heteroskedastisitas	55
4.2.2.3 Uji Autokorelasi.....	57
4.2.2.4 Uji Multikolinieritas.....	58
4.2.2.5 Ringkasan uji penyimpangan asumsi klasik	59
4.2.3 Hasil Estimasi Regresi	59
4.2.4 Pengujian Hipotesis	63
4.2.4.1 Pengujian H1	64
4.2.4.2 Pengujian H2	67

4.2.4.3	Pengujian H3	69
4.2.4.4	Pengujian H4	70
4.2.4.5	Pengujian H5	71
4.2.4.6	Pengujian H6	72
BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI HASIL PENELITIAN		73
5.1	Kesimpulan	73
5.2	Implikasi Hasil Penelitian	74
5.2.1	Implikasi Teoritis	74
5.2.2	Implikasi manajerial	76
5.2.3	Keterbatasan Penelitian	77
5.2.4	Implikasi Penelitian Selanjutnya	77

Daftar Referensi

Daftar Riwayat Hidup

Lampiran-Lampiran

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu.....	35
Tabel 3.1 proses pengambilan sampel.....	42
Tabel 4.1 Prosedur Pengambilan Sampel.....	48
Tabel 4.2 Klasifikasi Sampel Berdasarkan Sektor Usaha	49
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif.....	50
Tabel 4.4 Pengujian Normalitas : One Sample Kolmogorov Smirnov Test ..	52
Tabel 4.5 Emiten Dikeluarkan Karena Data Outlier	54
Tabel 4.6 Pengujian Normalitas : One Sample Kolmogorov Smirnov Test ..	55
Tabel 4.7 Uji Heteroskedastisitas (Uji Glejser).....	56
Tabel 4.8 Tabel Pengujian Autokorelasi (Durbin Watson Statistik).....	57
Tabel 4.9 Pengujian Multikolinieritas Dengan VIF dan tolerance.....	59
Tabel 4.10 Ringkasan Uji Penyimpangan Asumsi Klasik.....	59
Tabel 4.11 Hasil Analisis Regresi	60
Tabel 4.12 Hasil Pengujian Hipotesis	63

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	37
Gambar 4.1 Kriteria Deteksi Outlier.....	53
Gambar 4.2 Pengujian heteroskedastisitas.....	57
Gambar 4.3 Arah Hubungan Struktur Kepemilikan Dan Nilai Perusahaan....	65

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Data Penelitian
Lampiran 2	Deskriptive Statistik
Lampiran 3	Pengujian Normalitas : One Sample Kolmogorov Smirnov
Lampiran 4	Pengujian Heteroskedastisitas : Uji Glejser
Lampiran 5	Hasil Analisis Regresi Awal
Lampiran 6	Hasil Analisis Regresi Final

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan lembaga keuangan penting dalam perekonomian, yang berfungsi memobilisasi dana dari masyarakat ke berbagai sektor produktif. Partisipasi masyarakat sangat diharapkan untuk ikut aktif melalui keikutsertaannya dalam usaha menggerakkan perekonomian sehingga pasar modal memiliki arti yang strategis bagi pembangunan perekonomian nasional. Suta (1998) menjelaskan pasar modal bermanfaat sebagai sarana untuk memperbaiki struktur permodalan perusahaan, meningkatkan efisiensi alokasi sumber-sumber dana, menunjang terciptanya perekonomian yang sehat, meningkatkan penerimaan negara dan dapat mengurangi ketergantungan hutang luar negeri pada sektor swasta.

Sumantoro (1990) menjelaskan tujuan pasar modal dalam perekonomian adalah untuk mempercepat proses perluasan keikutsertaan masyarakat dalam kepemilikan saham, pemerataan pendapatan melalui pemerataan keuntungan perusahaan dan meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pengaliran dana untuk kegiatan produktif. Untuk mencapai tujuannya maka pasar modal menyelenggarakan fasilitas untuk pemindahan dana dari investor ke emiten. Fasilitas ini berupa lembaga-lembaga yang menunjang aktivitas pasar modal seperti : BAPEPAM, bursa efek, akuntan publik, *underwriter* dan lain-lain.

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa

datang. Seorang investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham ataupun sejumlah dividen di masa yang akan datang, sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut (Tandelilin, 2001).

Saham sebagai salah satu dari surat berharga yang diperdagangkan di bursa efek adalah suatu sertifikat tanda bukti kepemilikan atas suatu perusahaan (Husnan, 1998). Investasi pada saham dinilai mempunyai tingkat risiko yang lebih besar dibandingkan dengan alternatif investasi yang lain seperti obligasi, deposito dan tabungan. Hal ini disebabkan oleh pendapatan yang diharapkan dari investasi pada saham bersifat tidak pasti, dimana pendapatan saham terdiri dari dividen dan *capital gain* (Nurdin, 1999). Sedangkan menurut Natarsyah (2000), saham perusahaan yang go publik sebagai komoditas investasi tergolong berisiko tinggi, karena sifat komoditinya sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi, baik perubahan di luar negeri maupun di dalam negeri, perubahan di bidang politik, ekonomi, moneter, Undang-undang, atau peraturan, maupun perubahan yang terjadi di dalam industri dan perusahaan itu sendiri. Perubahan-perubahan tersebut dapat berdampak positif dan dapat pula berdampak negatif terhadap tingkat keuntungan yang diperoleh.

Investor bersedia membayar suatu saham dengan harga tertentu dilandasi oleh pemikiran dan harapan bahwa mereka akan memperoleh manfaat yang lebih besar dari apa yang dibayarkan pada saat pembelian saham. Manfaat tersebut berupa pendapatan saham yang terdiri dari dividen dan *capital gain*. Dengan harapan terpenuhinya tujuan dari pembelian saham tersebut, para investor harus membuat berbagai pertimbangan sebelum melaksanakan pembelian saham suatu perusahaan.

Pertimbangan-pertimbangan tersebut antara lain dilaksanakan dengan melakukan penilaian saham yang akan dibeli, serta mengestimasi aliran kas yang diharapkan dari saham tersebut. Sebagaimana diungkapkan Sartono (1996), bahwa tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau memaksimalkan nilai saham perusahaan. Oleh karena itu konsep penilaian atas surat berharga menjadi sangat penting bagi pemegang saham dan calon investor.

Tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat ditempuh dengan memaksimalkan nilai sekarang atau *present value* keuntungan pemegang saham, yang diharapkan akan diterima di masa yang akan datang. Ukuran yang sering digunakan untuk menjelaskan penilaian pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas dimasa yang akan datang adalah *price earning ratio* (Smith dan Watts, 1992; Lang dan Stultz, 1994; Borger dan Ofek, 1995; Suranta dan Midiastuty, 2003). Ukuran ini sesuai dengan pendapat Husnan (2000) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut di jual. Dengan demikian PER adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual karena akan memperkirakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas dimasa yang akan datang.

Pendekatan mengenai penilaian arus kas sangat penting bagi seorang investor dalam pembuatan keputusan investasi karena membantu investor menentukan keputusan yang tepat dalam membeli, menahan ataupun menjual saham. Dalam membeli atau menjual saham, investor akan membandingkan nilai intrinsik dengan nilai pasar saham bersangkutan. Dimana yang dimaksud nilai pasar adalah nilai

saham pasar di pasar, yang ditunjukkan oleh harga saham tersebut di pasar. Sedangkan nilai intrinsik atau dikenal sebagai nilai teoritis adalah nilai saham yang sebenarnya atau seharusnya terjadi. Pendekatan nilai intrinsik saham berdasarkan analisis fundamental diwakili oleh pendekatan PER.

Tandelilin (2001) mengemukakan bahwa pendekatan PER merupakan pendekatan yang lebih populer dipakai di kalangan analisis saham dan para praktisi. Dalam pendekatan PER atau disebut juga pendekatan *multiplier*, investor akan menghitung berapa kali (*multiplier*) nilai *earning* yang tercermin dalam harga suatu saham. Dengan kata lain, PER menggambarkan rasio atau perbandingan antara harga saham terhadap *earning* perusahaan. Jika misalnya PER suatu saham sebanyak 3 kali berarti harga saham tersebut sama dengan 3 kali nilai *earning* perusahaan tersebut. PER ini juga akan memberikan informasi berapa rupiah harga yang harus dibayar investor untuk memperoleh setiap Rp 1,00 *earning* perusahaan.

Robert Ang (1997) menjelaskan kegunaan dari PER adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh EPS. Menurut Penman (1996) PER mengindikasikan pertumbuhan laba di masa mendatang. Basu (1997) menyatakan bahwa pada pasar modal yang efisien dimana harga saham mencerminkan informasi yang sebenarnya (*fully reflect*). PER akan makin meningkat seiring dengan kenaikan harga sahamnya (karena EPS dihitung secara tahunan sementara harga berubah setiap waktu), sehingga PER yang tinggi juga menunjukkan bahwa harga saham cenderung tinggi dan return saham tersebut akan makin tinggi pula. Return saham yang tinggi akan memberikan kemakmuran atau meningkatkan kekayaan bagi pemegang saham

perusahaan, sedangkan kekayaan pemegang saham yang diperoleh dari perusahaan merupakan cermin bahwa perusahaan memiliki nilai yang tinggi.

Pencapaian tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dilakukan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (*stock holder*) (Brigham & Gapenski, 1996). Kepemilikan pada suatu perusahaan bisa dipandang dari dua perspektif, yaitu kepemilikan individu dalam perusahaan (kepemilikan manajerial / *insider ownership*) dan kepemilikan individu luar perusahaan (kepemilikan individual dan institutional / *outsider ownership*). Kepemilikan manajerial digunakan untuk menunjukkan bahwa struktur modal tidak hanya ditentukan hutang dan modal (*equity*) tapi juga prosentase kepemilikan manajer dan institutional / individual (Jansen & Meckling, 1976). Tujuan utama yang ingin dicapai pemegang saham (terutama *outsider ownership*) kadang bertentangan dengan tujuan pihak manajemen karena memiliki tujuan lain, yaitu manajer bisa membuat keputusan yang memperbaiki kesejahteraan mereka sendiri dengan mengorbankan pemegang saham atau dengan kata lain ketika pemegang saham kesulitan memonitor manajemen perusahaan, maka asset perusahaan dapat saja digunakan untuk kepentingan manajemen daripada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini menimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimalisasi dengan suatu mekanisme monitoring yang dapat mempertemukan kepentingan-kepentingan terkait.

Theory agency yang dikemukakan Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Sedangkan salah satu cara untuk mengatasi

konflik tersebut adalah memberikan sebagian kepemilikan kepada manajer. Cara ini akan turut pula membantu memecahkan masalah *moral hazard* dengan melakukan penyalarsan antara kepentingan manajer dan pemegang saham.

Pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi pemilikan sering terjadi pada perusahaan yang besar. Pemegang saham sangat banyak sehingga secara individu, masing-masing pihak tidak dapat menyuarakan tujuannya, apalagi mengendalikan dan mempengaruhi manajemen. Pihak manajemen diharapkan dapat bertindak berdasarkan kepentingan pemegang saham. Sehingga wewenang pengambilan keputusan diberikan kepada mereka. Temuan Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan pada pemegang saham bahwa pihak manajemen akan membuat keputusan yang optimal hanya jika disertai pengawasan dan pemberian insentif yang memadai. Insentif meliputi saham opsi, bonus dan pembagian laba diluar gaji, dimana insentif tersebut dikaitkan langsung dengan kinerja perusahaan.

Program kompensasi insentif dapat digunakan untuk mengarahkan minat CEO dan pemegang saham. Pemegang saham tergantung pada CEO (*Chief Executive Officer*) untuk mengadopsi kebijakan yang memaksimalkan nilai sahamnya. Seperti halnya manusia lain, CEO terkadang-kadang cenderung lebih memperhatikan untuk kepentingan sendiri. Salah satu peranan yang paling penting dari dewan direksi adalah menciptakan insentif bagi para CEO sehingga mendorong untuk lebih memperhatikan kesejahteraan pemegang saham, yaitu dengan cara meningkatkan nilai perusahaan yang dipimpinnya.

Perbedaan tujuan dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham antara pemegang saham dengan pihak manajemen, telah menimbulkan penelitian yang

membahas hubungan kepemilikan manajerial mempunyai dampak pada nilai atau kinerja perusahaan. Seperti yang telah dilakukan oleh Jensen dan Mecklin (1976); Morck *et al.* (1988); McConnell dan Servaes (1990); Iturriaga dan Sanz (1988); Cho (1998), sedangkan di Indonesia antara lain oleh Suranta dan Midiastuty, 2003. Peneliti-peneliti tersebut memfokuskan pada pengaruh mekanisme monitoring melalui kepemilikan saham oleh manajerial terhadap pensejajaran kepentingan antara pemilik perusahaan dan para manajer yang akhirnya berdampak pada nilai perusahaan.

Hasil penelitian Jensen dan Meckling (1976) menemukan bahwa, pihak manajemen yang memiliki pemilikan saham (*insider ownership*) yang jumlahnya kecil, mendorong manajer untuk menggunakan investasi dan keputusan bisnis yang bersifat lebih menguntungkan mereka atau memanfaatkan asset yang merupakan milik pemegang saham (*outsider ownership*) untuk kepentingan bisnis yang lebih mengutamakan kepentingan mereka dibanding pemegang saham. Fuerst dan Kang (200) melakukan pengujian terhadap 1638 perusahaan publik di NYSE menemukan bahwa besarnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen mempunyai pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan dan nilai pasar (*market value*). Lebih lanjut dijelaskan pula bahwa kepemilikan dari *outsider shareholders* memiliki dampak yang negatif terhadap kinerja perusahaan.

Morck *et al* (1988) sedangkan McConell dan Servaes (1990), keduanya meneliti hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Hasil penelitian keduanya menemukan hubungan yang *non-monotonic* (tidak monoton) antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Hubungan non-monotonic merupakan

hubungan yang bersifat non linear (bersifat parabola atau arah hubungan tidak lurus atau pada titik tertentu kadang naik dan titik berikutnya turun). Mereka menginterpretasikan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah peningkatan dalam kepemilikan manajerial akan menaikkan nilai perusahaan. Tetapi pada level kepemilikan manajerial yang tinggi, peningkatan dalam kepemilikan manajerial akan menurunkan nilai perusahaan.

Cho (1998) meneliti mengenai hubungan antara kepemilikan manajerial, investasi dan nilai perusahaan. Dengan menggunakan 326 perusahaan pada tahun 1991. Model analisis statistiknya dengan menggunakan persamaan simultan (*two stage least square*) temuannya menyimpulkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial. Hasilnya menunjukkan bahwa *insider ownership* dan investasi memiliki hubungan yang signifikan dengan kepemilikan manajerial pada level 0%-38%, tetapi menjadi tidak signifikan pada level diatas 38%. Iturriaga dan Sanz (1998) menekankan bahwa hubungan kepemilikan manajerial dengan nilai atau kinerja perusahaan masih bertentangan dan menunjukkan dua arah yang utama. Dua arah yang utama: 1) mendeteksi adanya hubungan yang *non-monotonic* antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Hal ini menimbulkan keraguan terhadap dugaan adanya pensejajaran kepentingan yang dihasilkan dari adanya kepemilikan manajerial. 2) keputusan investasi dapat berperan sebagai mekanisme transmisi (variabel antara/variabel moderating) antara kepemilikan dan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi yang pada akhirnya investasi tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian mengenai hubungan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan telah dilakukan di Indonesia oleh Suranta dan Midiastuty (2003). Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa 1) pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan bersifat linear / monoton, 2) tidak terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan investasi sebagai variabel antara (variabel moderating), 3) investasi memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, yaitu semakin tinggi nilai investasi akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pada penelitian ini terdapat perbedaan dengan penelitian terdahulu, yaitu:

1. Penelitian Suranta dan Midiastuty (2003) dalam menguji pengaruh investasi sebagai variabel transmisi menggunakan *two stage least square* pada penelitian ini menggunakan persamaan regresi moderating dengan metode selisih mutlak (Frucot & Shearon, 1991).
2. Perbedaan pada pengukuran nilai perusahaan pada Suranta dan Midiastuty (2003) nilai perusahaan diukur dari Tobin's Q sedangkan penelitian ini menggunakan ukuran PER. Variabel Tobin'Q diukur dengan rumus (nilai pasar modal ditambah depresiasi) dibagi (nilai buku modal ditambah depresiasi).
3. Pada deteksi hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan, pada Suranta dan Midiastuty (2003) variabel kepemilikan manajerial diklasifikasikan menjadi 3 golongan (0-20%, 21-30%, lebih dari 30%) pada penelitian ini diuji dengan melihat nilai koefisien determinasi variabel kepemilikan manajerial secara parsial, manakah yang paling tepat antara penggunaan garis *linear regression*, *quadratic regression*, *cubic regression*

atau *exponential regression*. Garis regresi yang paling tepat adalah garis regresi yang memiliki nilai *adjusted R²* terbesar. Disebut monotonik apabila *adjusted R²* pada garis regresi linear paling tinggi, kemudian disebut non-monotonik apabila nilai *adjusted R²* tertinggi selain linear regression.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah penggunaan variabel kontrol yang sama, yaitu ukuran perusahaan (*firm size*) yang di proksi dengan total aset, rasio leverage, likuiditas diproksi dengan *current ratio* (CR) dan profitabilitas yang diproksi dengan *return on asset* (ROA).

Variabel ukuran perusahaan dipandang dapat mempengaruhi nilai perusahaan karena semakin besar ukuran sebuah perusahaan maka semakin mudah untuk memperoleh sumber pendanaan internal maupun eksternal. Perusahaan yang besar menikmati suatu keadaan *economic of scale*, yaitu biaya rata-rata perusahaan akan menurun dengan semakin bertambahnya jumlah unit yang diproduksi (Short & Keasy, 1999; Suranta & Midiastuty, 2003). Likuiditas perusahaan yang tinggi akan mendorong perusahaan memiliki kesempatan untuk meningkatkan nilai perusahaan karena likuiditas perusahaan yang tinggi dapat digunakan sebagai salah satu alternatif sumber investasi dalam jangka panjang yang akan berdampak pada penciptaan nilai perusahaan (Iturriaga dan Sanz, 1998; Cho, 1998; Suranta & Midiastuty, 2003).

Pendanaan melalui hutang dalam melakukan investasi bisa meningkatkan atau menurunkan nilai perusahaan (Suad Husnan, 2002), keputusan-keputusan keuangan yang diambil manajemen ternyata bekerja sesuai proyeksi maka manfaatnya akan dinikmati oleh seluruh pemilik perusahaan, tetapi apabila proyeksi pendapatan yang diperoleh dari pendanaan tidak sesuai dengan kenyataan maka kerugian yang timbul

akan menurunkan nilai perusahaan. (Iturriaga dan Sanz, 1998; Cho, 1998; Suranta & Midiastuty, 2003). Lebih lanjut Short & Keasy (1999) mengemukakan bahwa kreditur perbankan memiliki kekuatan mengendalikan kegiatan manajer perusahaan melalui mekanisme monitoring, sehingga pada penggunaan hutang yang tepat dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pendapatan perusahaan merupakan sumber pendanaan internal untuk meningkatkan investasi yang bisa berdampak pada nilai perusahaan. hal ini sesuai pendapat Turiasingura & Nupikso (2000); Wahidawati (2001) yang menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* akan mempunyai banyak dana yang tersedia untuk investasinya yang perusahaan diharapkan meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan beberapa penelitian yang telah dijelaskan diatas diperoleh bukti bahwa terdapat perbedaan (*research gap*) antara penelitian yang dilakukan di luar negeri dengan di Indonesia. Di luar negeri pasar modal Spanyol (Iturriaga & Sanz, 1998), Amerika (Morck *et al.* 1988; McConnell dan Servaes, 1990; Cho 1998) hubungannya bersifat *non monotonic* (non linear) sedangkan penelitian di Indonesia bersifat *monotonic* (Suranta & Midiastuty, 2003). Sedangkan pengaruh investasi berdasarkan penelitian terdahulu ada yang bersifat variabel transmisi (Iturriaga & Sanz, 1998) namun ada yang bersifat langsung (Suranta dan Midiastuty, 2003). Demikian juga dengan variabel kontrol memberikan hasil yang tidak konsisten sehingga perlu penelitian yang lebih lanjut.

Penelitian ini mengkaji perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta dengan periode pengamatan pada laporan keuangan tahun 2000, 2001, dan 2002. Alasan dipilihnya periode penelitian yaitu tahun 2000-2002 adalah untuk menghindari

adanya pengaruh krisis ekonomi sehingga tanpa pengaruh krisis ekonomi, diharapkan data tersebut relevan untuk penelitian. Data sepanjang tahun masa krisis ekonomi tersebut dikhawatirkan tidak relevan karena kondisi bursa efek pada saat itu mengalami ketidakstabilan. Secara keseluruhan laju pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 1999 telah menjadi positif namun pada periode tahun tersebut masih terasa dampak krisis. Pada tahun 1998 hampir seluruh perusahaan go publik mengalami pertumbuhan negatif (Statistik Indonesia, 1999).

1.2. Perumusan Masalah

Terdapatnya konflik kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham perlu diminimalisir untuk mempertemukan kepentingan kedua belah pihak. Kesamaan kepentingan merupakan langkah awal mencapai tujuan utama perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Salah satu kebijakan yang disarankan Jensen & Meckling (1976) untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham adalah memberikan sebagian kepemilikan saham kepada pihak pengelola (manajemen perusahaan), meskipun demikian hubungan besarnya saham tidak selalu bersifat positif linier. Bisa saja kepemilikan saham pihak manajemen semakin tinggi tapi nilai perusahaan cenderung menjadi rendah (Morck et al, 1988; McConnell & Servaes, 1990; Iturriaga & Sanz, 1998; Cho, 1998)

Menurut Jensen & Meckling (1976) tambahan kepemilikan saham yang dimiliki pihak manajemen akan meningkatkan nilai perusahaan, karena manajer akan merasakan langsung dari keputusan yang diambil sehingga dari setiap keputusan yang diambil dipertimbangkan secara matang. Sejalan dengan pernyataan pendapat Jensen dan Meckling (1976) Fuerst dan Kang (2000) menyatakan bahwa tambahan

kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sedangkan pengaruhnya bersifat linier.

Morck et al (1988); McConnell & Servaes (1990); Iturriaga & Sanz (1998); Cho (1998) juga menemukan hubungan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dan hubungannya bersifat non linear (non-monotonic), yaitu pada saat kepemilikan rendah tambahan kepemilikan saham akan meningkatkan nilai perusahaan sedangkan pada saat kepemilikan manajerial tinggi tambahan kepemilikan justru menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian di BEJ oleh Suranta dan Midiastuty (2003) menyatakan terdapatnya hubungan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan namun hubungannya bersifat linier, hasil lainnya adalah mengenai investasi yang memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan berbeda dengan hasil penelitian Jensen & Meckling (1976) yang mengemukakan bahwa investasi merupakan variabel transmisi yang dipengaruhi kepemilikan manajerial yang akhirnya berdampak pada nilai perusahaan. penelitian ini tetap memasukkan variabel tambahan dalam analisis, yaitu ukuran perusahaan (*total asset*), likuiditas (*current ratio*), rasio leverage dan profitabilitas (*return on asset*). Berdasarkan *research gap* pada penelitian terdahulu maka pertanyaan yang diajukan pada penelitian ini adalah :

1. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial (baik secara langsung maupun berinteraksi dengan investasi sebagai variabel moderating) terhadap nilai perusahaan?
2. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan (baik secara langsung maupun berinteraksi dengan investasi sebagai variabel moderating) terhadap nilai perusahaan?
3. Bagaimana pengaruh likuiditas (baik secara langsung maupun berinteraksi dengan investasi sebagai variabel moderating) terhadap nilai perusahaan?

4. Bagaimana pengaruh leverage (baik secara langsung maupun berinteraksi dengan investasi sebagai variabel moderating) terhadap nilai perusahaan?
5. Bagaimana pengaruh profitabilitas (baik secara langsung maupun berinteraksi dengan investasi sebagai variabel moderating) terhadap nilai perusahaan?
6. Bagaimana pengaruh variabel independen (kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, likuiditas, leverage, profitabilitas, investasi) secara bersama-sama terhadap variabel dependen (nilai perusahaan) ?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini, dapat dikemukakan sebagai berikut:

1. Menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial (baik secara langsung maupun investasi sebagai variabel moderating) terhadap nilai perusahaan.
2. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan (baik secara langsung maupun investasi sebagai variabel moderating) terhadap nilai perusahaan.
3. Menganalisis pengaruh likuiditas (baik secara langsung maupun investasi sebagai variabel moderating) terhadap nilai perusahaan.
4. Menganalisis pengaruh leverage (baik secara langsung maupun investasi sebagai variabel moderating) terhadap nilai perusahaan.
5. Menganalisis pengaruh profitabilitas (baik secara langsung maupun investasi sebagai variabel moderating) terhadap nilai perusahaan.
6. Menganalisis pengaruh variabel independen (kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, likuiditas, leverage, profitabilitas, investasi) secara bersama-sama terhadap variabel dependen (nilai perusahaan) ?

1.3.2 Manfaat Penelitian

Manfaat-manfaat yang didapat dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi rekomendasi untuk mempertimbangkan bahwa terdapat pengaruh atau tidaknya antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Apabila hasil penelitian terdapat pengaruh antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan berarti mengindikasikan ke arah hubungan yang non monotonik seperti yang terdapat dalam penelitian Cho (1998), Morck *et al* (1988), serta Itturiaga dan Sanz (1998). Sedangkan apabila dalam hasil penelitian tidak terdapat pengaruh antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan maka mengindikasikan ke arah hubungan yang monotonik seperti penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Suranta dan Mediastuty; 2003.

2. Bagi emiten

Hasil penelitian ini dapat memberikan masukan kepada perusahaan selaku emiten untuk bahan pertimbangan dan evaluasi diri bagi pihak manajemen perusahaan dalam hubungannya tentang kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan yang saling terkait.

3. Bagi akademis

Diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan penegasan dan pembuktian terhadap analisis kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan terdapat pengaruh atau tidaknya sehingga bagi penelitian selanjutnya dapat memperluas, mengembangkan dan menyempurnakan penelitian terutama yang berhubungan analisis kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Telaah pustaka

2.1.1 Nilai Perusahaan

Dalam mengambil keputusan-keputusan keuangan yang benar, manajer keuangan perlu menentukan tujuan yang harus dicapai. Keputusan yang benar adalah keputusan yang akan membantu mencapai tujuan tersebut. Secara normative, tujuan keputusan keuangan adalah untuk memaksimumkan nilai perusahaan. Tujuan tersebut dipergunakan karena dengan memaksimumkan nilai perusahaan maka pemilik perusahaan akan menjadi lebih makmur (atau menjadi semakin kaya). Sedangkan nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut di jual (Husnan, 2000).

Tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat ditempuh dengan memaksimalkan nilai sekarang atau *present value* keuntungan pemegang saham, yang diharapkan akan diterima di masa yang akan datang. Ukuran yang sering digunakan untuk menjelaskan penilaian pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas dimasa yang akan datang adalah *price earning ratio* (Smith dan Watts, 1992; Lang dan Stultz, 1994; Borger dan Ofek, 1995; Suranta dan Midiastuty, 2003). Ukuran ini sesuai dengan pendapat Husnan (2000) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut di jual. Dengan demikian PER adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual

karena akan memperkirakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas dimasa yang akan datang.

Nilai perusahaan diukur dari variabel PER (*Price Earning Ratio*). Alasan utama adalah bahwa rasio ini sering digunakan dalam berbagai literature keuangan yang menjelaskan pandangan pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas dimasa yang akan datang (Smith dan Watts, 1992; Lang dan Stultz, 1994; Borger dan Ofek, 1995). Sehingga dianggap PER merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual karena akan memperkirakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas dimasa yang akan datang.

Pendekatan ini sangat penting bagi seorang investor dalam pembuatan keputusan investasi yang artinya membantu investor menentukan keputusan yang tepat dalam membeli, menahan ataupun menjual saham. Dalam membeli atau menjual saham, investor akan membandingkan nilai intrinsik dengan nilai pasar saham bersangkutan. Dimana yang dimaksud nilai pasar adalah nilai saham pasar di pasar, yang ditunjukkan oleh harga saham tersebut di pasar. Sedangkan nilai intrinsik atau dikenal sebagai nilai teoritis adalah nilai saham yang sebenarnya atau seharusnya terjadi. Pendekatan nilai intrinsik saham berdasarkan analisis fundamental diwakili oleh pendekatan PER. Maka apabila nilai pasar suatu saham lebih tinggi dari nilai intrinsiknya, berarti saham tersebut tergolong mahal (*overvalued*). Dalam situasi seperti ini, investor tersebut bisa mengambil keputusan untuk menjual saham tersebut. Sebaliknya jika nilai pasar saham di bawah nilai instrinsiknya, berarti saham

tersebut tergolong murah (*undervalued*), sehingga dalam situasi seperti ini investor sebaiknya membeli saham tersebut.

Menurut Tandelilin, E., (2001) pendekatan PER merupakan pendekatan yang lebih populer dipakai di kalangan analisis saham dan para praktisi. Dalam pendekatan PER atau disebut juga pendekatan *multiplier*, investor akan menghitung berapa kali (*multiplier*) nilai *earning* yang tercermin dalam harga suatu saham. Dengan kata lain, PER menggambarkan rasio atau perbandingan antara harga saham terhadap *earning* perusahaan. Jika misalnya PER suatu saham sebanyak 3 kali berarti harga saham tersebut sama dengan 3 kali nilai *earning* perusahaan tersebut. PER ini juga akan memberikan informasi berapa rupiah harga yang harus dibayar investor untuk memperoleh setiap Rp 1,00 *earning* perusahaan.

Rumus untuk menghitung PER suatu saham adalah dengan membagi harga saham perusahaan terhadap *earning* per lembar saham. Secara matematis, rumus untuk menghitung PER adalah sebagai berikut :

$$\text{PER} = \frac{\text{harga per lembar saham}}{\text{earning per lembar saham}}$$

Menurut penelitian oleh Cho (1998) dan Jensen serta Meckling (1976), bahwa perusahaan yang memiliki nilai perusahaan semakin tinggi akan memiliki peluang yang cukup tinggi pula untuk melakukan investasi. Hal ini sesuai dengan pernyataan pendekatan PER diatas bahwa PER memberikan informasi berapa rupiah harga yang harus dibayar investor untuk memperoleh setiap Rp 1,00 *earning* perusahaan. Maka semakin tinggi PER yang dihasilkan oleh manajer keuangan maka investor semakin tertarik yang akhirnya investasi mengalami peningkatan pula.

2.1.2 Investasi

Aset (sumber daya) entitas bisnis dapat meliputi investasi pada surat berharga hutang atau surat berharga ekuitas. Bagi beberapa industri, seperti industri asuransi, investasi pada surat berharga hutang dan surat berharga ekuitas merupakan komponen utama asetnya.

Surat berharga (*securites*) yang merupakan bagian dari aset perusahaan meliputi instrumen-instrumen keuangan seperti saham, obligasi, sertifikat deposito, dan wesel dimana dilakukan investasi. Surat-surat berharga ini tidak meliputi penerbitan ataupun pembelian kembali instrumen-instrumen keuangan perusahaan itu sendiri, seperti obligasi maupun saham. Saham dan obligasi perusahaan itu sendiri merupakan bagian dari hutang dan ekuitas perusahaan. Pembelian obligasi ataupun saham perusahaan akan mengurangi hutang maupun ekuitas perusahaan. Kendatipun demikian, investasi perusahaan dalam obligasi maupun saham perusahaan lainnya akan dilaporkan sebagai aset.

Surat berharga hutang (*debt security*) adalah surat berharga yang menciptakan, bagi pemegang surat berharga, hubungan kreditor dengan suatu entitas. Contohnya adalah obligasi dan surat berharga komersial yang diterbitkan oleh sebuah perusahaan dan ditawarkan pada publik. Obligasi (*bonds*) adalah surat berharga jangka panjang. Surat berharga komersial (*comercial paper*) merupakan promes jangka pendek yang tidak berjaminan yang diterbitkan oleh perusahaan besar.

Surat berharga ekuitas (*equity security*) adalah surat berharga yang menunjukkan suatu bagian kepemilikan dalam suatu entitas bisnis. Penyertaan saham menunjukkan suatu bagian kepemilikan dalam sebuah perusahaan. Para pemodal

yang memiliki saham biasa perusahaan memiliki hak kepemilikan yang paling mendasar.

Perusahaan melaporkan investasi mereka dalam surat-surat berharga melalui berbagai cara. Pada umumnya, investasi-investasi tersebut diklasifikasikan sebagai aktiva lancar (*current asset*) dan aktiva jangka panjang (*noncurrent asset atau long term asset*).

Terdapat hubungan antara penanam modal (*investor*) dan terinvestasi (*investee*). Investor adalah perusahaan yang membeli investasi. *Investee* adalah perusahaan yang sahamnya atau obligasinya dibeli oleh investor. Investasi (*investment*) adalah suatu aktiva yang digunakan oleh perusahaan untuk pertumbuhan kekayaan melalui distribusi hasil investasi (seperti pendapatan bunga, royalti, deviden, pendapatan sewa, dan lain-lain), untuk apresiasi nilai investasi, atau untuk manfaat lain bagi perusahaan yang berinvestasi, seperti manfaat yang diperoleh melalui hubungan dagang. Investor menerima surat berharga atau hutang manakala aktiva atau jasa dipinjamkan pada *investee*.

Secara umum, surat berharga hutang menggambarkan kewajiban *investee* untuk mengembalikan aktiva / asset dan membayar bunga atas penggunaan aktiva tadi. Jenis-jenis surat berharga hutang yang lazim dipakai adalah surat berharga komersial (*commercial paper*), sertifikat deposito, dan obligasi. Surat berharga ekuitas (*equity security*) diperoleh pada saat investor memberikan aset atau jasa kepada *investee* sebagai pertukaran terhadap bagian kepemilikan (*ownership interest*) dalam perusahaan *investee*.

Surat berharga ekuitas biasanya menggambarkan hak kepemilikan (*rights of ownership*), termasuk hak untuk mempengaruhi kegiatan-kegiatan usaha *investee* dan berbagi dalam laba dan rugi yang muncul dari kegiatan-kegiatan tersebut (Simamora, 2000).

Dalam investasi sering dibedakan antara manajemen pasif dan manajemen aktif dalam investasi. Manajemen yang menggunakan manajemen pasif berarti akan memegang berbagai sekuritas untuk jangka waktu yang relatif lama dan jarang melakukan perubahan. Sikap mereka merefleksikan berlakunya efisiensi pasar modal. Dengan kata lain, keputusan penganut manajemen pasif konsisten dengan penerimaan taksiran konsensus terhadap risiko dan tingkat keuntungan. Misalkan seorang manajer investasi yang menggunakan manajemen pasif mungkin hanya perlu memilih antara kombinasi investasi yang bebas resiko dengan wakil (*benchmark*) portofolio pasar (seperti IHSG atau LQ 45 di BEJ).

Manajer yang menggunakan manajemen aktif percaya bahwa terdapat sekuritas-sekuritas yang salah harganya (*mispriced*) dari waktu ke waktu. Mereka bertindak seolah-olah tidak percaya bahwa pasar modal efisien. Dengan kata lain, mereka mempunyai prediksi yang berbeda dengan *consensus forecast* tentang risiko dan keuntungan. Apabila seorang manajer lebih optimis terhadap suatu sekuritas maka ia akan memegang sekuritas tersebut lebih besar dari proporsi "normal" (yaitu proporsi dalam indeks pasar), sedangkan apabila ia merasa lebih pesimis, maka sekuritas tersebut akan dimiliki dalam proporsi yang lebih rendah dari normalnya (Husnan, S; 1998). Setiap keputusan yang diambil oleh manajer dalam menanamkan dan mengelola investasi akan mempengaruhi nilai perusahaan yang dikelolanya.

Dengan demikian, hal ini akan mendukung pernyataan oleh Jensen dan Meckling (1976), bahwa keputusan investasi dapat berperan sebagai mekanisme transmisi antara kepemilikan dan nilai perusahaan. Jadi terdapat hubungan antara investasi yang dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial yang pada akhirnya investasi tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan (Suranta dan Midiastuty, 2003).

Menurut Suranta E dan Midiastuty (2003), metode pendekatan variabel investasi dalam penelitiannya adalah dengan menggunakan *property, plant and equipment* (INVP). INVP di hitung sebagai peningkatan nilai dari *property, plant and equipment* (PPE) ditambah depresiasi dengan amortisasi tahun sebelumnya (DEP_{t-1}). Sedangkan pada penelitian ini pengukuran investasi merupakan selisih nilai investasi pada tahun t (sekarang) dengan $t-1$ (tahun sebelumnya).

2.1.3 Kepemilikan Manajerial

Para pemegang saham mempunyai hak untuk memilih dewan direksi perusahaan, yang pada gilirannya memilih petugas yang mengelola perusahaan tersebut. Pada perusahaan kecil, pemegang saham utama umumnya menduduki posisi presiden direktur atau anggota dewan direksi. Pada perusahaan besar yang *go public*, manajer umumnya memiliki sejumlah saham, tetapi kepemilikan mereka secara pribadi tidak cukup untuk digunakan mengendalikan pemungutan suara. Jadi, manajemen dari kebanyakan perusahaan *go public* dapat diganti oleh para pemegang saham jika mereka memutuskan bahwa tim manajemen bersangkutan tidak efektif.

Pemegang saham biasa seringkali memiliki hak, yang disebut hak *preemptif* (*preemptive right*) yaitu hak untuk membeli setiap saham tambahan yang di jual

perusahaan. Hak *preemptif* tersebut mempunyai tujuan ganda. Pertama, hak itu melindungi hak kendali dari pemegang saham saat ini. Jika perlindungan ini tidak ada, manajemen perusahaan yang mendapat kecaman dari pemegang saham dapat menjadi “kebal” terhadap pemegang saham dengan menerbitkan sejumlah besar saham tambahan dan membeli sendiri saham-saham tersebut. Dengan cara demikian manajemen dapat mengamankan hak kendalinya atas perusahaan dan mengagalkan kehendak pemegang saham yang ada saat ini. Tujuan kedua, dan yang paling penting, dari hak *preemptif* tersebut adalah bahwa untuk melindungi pemegang saham terhadap penipisan (*dilusi*) nilai (Weston, 1994).

Pemegang saham dapat di pandang sebagai prinsipal yang memperkerjakan manajemen yang bertindak sebagai agen mereka. Agen ini membuat keputusan yang memaksimumkan kekayaan pemegang saham seperti yang direfleksikan dengan harga saham perusahaan. Tidak ada masalah yang muncul jika pemegang saham dapat memonitor manajer tanpa mengeluarkan biaya, karena pemegang saham akan mampu menentukan dengan pasti apakah manajemen bertindak untuk keuntungan mereka. Namun, memonitor bukannya tanpa biaya, dan memonitor setiap keputusan pada prakteknya adalah tidak mungkin. Akibatnya dilakukan monitoring parsial. Namun, kemungkinan perselisihan mandat atau tender paling tidak memberikan indikasi atas keputusan tersebut.

Untuk menyesuaikan keinginan manajemen dengan dirinya sendiri, pemegang saham sering menawarkan insentif tertentu pada manajemen. Satu contoh adalah penggunaan option saham (*stock option*). Tawaran ini diberikan manajer level tinggi dan memungkinkan mereka untuk membeli sejumlah saham pada harga yang

ditetapkan (sering di atas harga pasar saat diberikan pilihan) dan tanggal yang ditetapkan. Jadi mereka memotivasi manajer untuk membuat keputusan yang meningkatkan harga saham perusahaan semaksimal mungkin (Sharpe, F. W; Alexander, J.G; Bailey, V. Jeffrey; 1997).

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak, dimana satu atau lebih (prinsipal) menyewa orang lain (agen) untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka dengan mendelegasikan beberapa wewenang pembuatan keputusan kepada agen. Sehingga manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara keduanya. Permasalahan ini akan muncul dari pendelegasian tugas yang diberikan, dimana tugas agen adalah memaksimumkan kesejahteraan pemilik, tetapi para agen sendiri mempunyai kepentingan terhadap insentif yang akan mereka terima.

Jensen dan Meckling (1976) juga memformalisasi hubungan antara nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial, *Corporate insider* memiliki dorongan untuk menggunakan investasi dan keputusan yang bersifat lebih menguntungkan mereka. *Agency problem* akan muncul bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan bisnis.

Persentase kepemilikan ditentukan oleh besarnya persentase jumlah saham terhadap keseluruhan saham perusahaan. Seseorang yang memiliki saham suatu

perusahaan dapat dikatakan sebagai pemilik perusahaan walaupun jumlah sahamnya hanya beberapa lembar.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah kepedulian masing-masing pihak pada resiko. Para pemegang saham hanya peduli pada resiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka dapat melakukan investasi pada portfolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer lebih peduli pada resiko perusahaan secara keseluruhan karena perusahaan merupakan bagian substantif kekayaan mereka dan manajer akan terancam reputasinya, juga mengancam kemampuan perusahaan menghasilkan *earning* apabila perusahaan mengalami kebangkutan (Wahidahwati, 2002).

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan. Banyaknya jumlah non eksekutif pada dewan direksi dan fungsi terpisah dari CEO dan pemimpin perusahaan dapat meningkatkan perputaran direktur pelaksana pada perusahaan yang memiliki kinerja buruk. Weisbach (1988) menyatakan bahwa direktur-direktur yang berasal dari luar perusahaan pada perusahaan Amerika Serikat memainkan peranan yang lebih besar dalam memonitor manajemen perusahaan daripada direktur yang berasal dari perusahaan itu sendiri.

Fuerst dan Kang (2000) yang melakukan pengujian terhadap 1638 perusahaan publik di NYSE menjelaskan bahwa besarnya kepemilikan dari CEO dan *corporate insider* mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dan nilai pasar (*market value*). Lebih lanjut dijelaskan pula bahwa kepemilikan dari *outside shareholders* memiliki dampak yang negatif terhadap kinerja perusahaan. Mereka

menemukan hubungan yang positif antara *insider ownership* dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan (Suranta & Midiastuty, 2003).

Menurut Suranta dan Midiastuty (2003) bahwa kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan ini diukur dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh komisaris, dewan direksi dan manajemen. Proporsi ini diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki oleh manajerial (INSI). Menurut Jensen and Meckling (1976), bahwa keputusan investasi dapat berperan sebagai mekanisme transmisi antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Dalam hal ini investasi dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial yang pada akhirnya investasi tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan.

2.1.4 Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Perusahaan besar lebih dapat mengakses pasar modal dalam memperoleh pendanaan. Karena kemudahan tersebut maka berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana (Wahidahwati, 2002). Menurut Itturiaga dan Sanz, 1998; Morck *et al.*, 1988; dan Cho, 1998 menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan semakin tinggi nilai perusahaan tersebut.

Perusahaan besar memiliki kontrol yang lebih baik (*greater control*) terhadap kondisi pasar, sehingga mereka mampu menghadapi persaingan ekonomi, yang membuat mereka menjadi kurang rentan terhadap fluktuasi ekonomi. Selain itu, perusahaan-perusahaan besar mempunyai lebih banyak sumber daya untuk meningkatkan nilai perusahaan karena memiliki akses yang lebih baik terhadap

sumber-sumber informasi eksternal dibanding perusahaan kecil (Hagerman dan Ruland, dalam Jelic et al, 1998).

2.1.5 Ratio Solvabilitas (Leverage Ratio)

Ratio solvabilitas (*leverage ratio*) memberikan ukuran atas dana yang disediakan pemilik dibandingkan dengan keuangan yang diberikan kreditur perusahaan. Ratio ini mempunyai beberapa implikasi. Pertama, kreditur mengharapkan ekuitas (dana yang disediakan pemilik) sebagai margin keamanan. Bila pemilik hanya menyediakan sebagian kecil dari total permodalan maka risiko bisnis sebagian besar dipikul oleh kreditur. Kedua, dengan pengadaan dana melalui hutang, pemilik mendapat manfaat berupa dipertahankannya penguasaan / pengendalian perusahaan walaupun investasinya dalam perusahaan terbatas. Ketiga, bila perusahaan mendapat penghasilan lebih dari dana yang dipinjamnya dibanding bunga yang harus dibayarnya maka pengembalian kepada pemilik diperbesar (dimagnifikasi) jadinya. Sebagai contoh, apabila aktiva memperoleh penghasilan 10 % dan biaya hutang hanya 8 % maka terdapat selisih 2 % sebagai antisipasi untuk pemegang saham. Leverage ini berfungsi ganda yaitu bila misalnya tingkat hasil pengembalian (*return*) aktiva turun jadi 3% maka selisih angka itu dengan biaya hutang harus ditutup dari total laba ekuitas. Pada contoh pertama, penggunaan leverage memang menguntungkan dan pada contoh kedua malah merugikan.

Perusahaan-perusahaan dengan ratio solvabilitas rendah mempunyai risiko kerugian yang lebih kecil pada saat keadaan perekonomian menurun, tetapi juga mengakibatkan rendahnya tingkat hasil pengembalian (*return*) saat perekonomian

tinggi. Sebaliknya perusahaan dengan ratio solvabilitas tinggi menghadapi risiko kerugian yang besar tetapi juga kesempatan mendapatkan laba yang tinggi. Prospek pengembalian yang tinggi memang diinginkan pengusaha tetapi investor (penanam modal) enggan pada risiko keputusan penggunaan leverage dengan demikian harus menyeimbangkan pengembalian diharapkan yang tinggi dengan meningkatnya risiko.

Dalam prakteknya, ada dua pendekatan untuk pendekatan leverage. Pendekatan yang pertama, meneliti ratio-ratio neraca dan menentukan sejauh mana dana pinjaman digunakan untuk pemodalan perusahaan. Pendekatan lainnya mengukur risiko hutang dari ratio-ratio perhitungan rugi / laba untuk menentukan berapa kali biaya tetap (*fixed charges*) dapat ditutup oleh laba usaha. Kumpulan ratio tersebut bersifat komplementer dan hampir semua analisis selalu menelitinya (Weston dan Brigham, 1994).

Penggunaan pembiayaan dengan hutang (*debt financing*) akan mempengaruhi pemindahan struktur permodalan. Menurut Jensen (1986) penggunaan hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian akan menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang juga akan meningkatkan risiko kebangkrutan dan kerugian pekerjaan (*job loss*). Penggunaan hutang mempunyai dilema, di satu sisi tambahan risiko ini dapat memotivasi manajer untuk mengurangi biaya-biaya yang tidak perlu dan meningkatkan efisiensi perusahaan sehingga tujuan utama perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan tercapai, namun di sisi lain timbul masalah jika penggunaan hutang tidak diikuti dengan penggunaan yang hati-hati, karena adanya

perilaku oportunistik oleh manajemen, pada akhirnya merugikan perusahaan sehingga bisa menurunkan nilai perusahaan (Grosman & Hart, 1982).

Ratio total hutang dibandingkan dengan total aktiva bisa disebut ratio hutang (*debt ratio*) yang memberikan ukuran persentase total dana yang disediakan oleh kreditur. Termasuk dalam hutang ini adalah hutang lancar dan hutang jangka panjang seperti obligasi. Kreditur lebih menyenangi ratio hutang yang moderat (sedang-sedang saja) karena semakin rendah ratio ini berarti semakin aman bagi kreditur dari kemungkinan kerugian karena perusahaan di likuidasi. Sebaliknya pemilik perusahaan menginginkan leverage yang tinggi agar pendapatan dapat ditingkatkan atau karena menambah ekuitas akan mengurangi kekuasaannya dalam perusahaan itu. Bila ratio hutang ini terlalu tinggi, terdapat kemungkinan menyusutnya tanggung jawab pemilik. Kepentingan yang dipertaruhkan pemilik mungkin sedemikian kecilnya sehingga akan memberanikan dirinya mengambil tindakan-tindakan yang spekulatif bila berhasil, akan memberikan pendapatan yang besar, sedangkan bila tidak berhasil pemilik hanya rugi dalam jumlah kecil karena investasinya juga kecil (Weston, F. J dan Brigham, E.J., 1994).

$$\text{Ratio leverage} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total aktiva}}$$

2.1.6 Likuiditas

Likuiditas dimaksudkan adalah perbandingan antara jumlah uang tunai dan aktiva lain yang dapat disamakan dengan uang tunai di satu pihak dengan jumlah hutang lancar dilain pihak (likuiditas badan usaha), juga dengan pengeluaran-pengeluaran untuk menyelenggarakan perusahaan di lain pihak (likuiditas

perusahaan). Likuiditas badan usaha dapat diketahui dari neraca pada suatu saat antara lain dengan membandingkan jumlah aktiva lancar (*current asset*) di satu pihak dengan hutang lancar (*current liabilities*) di lain pihak, hasil perbandingan tersebut ialah yang disebut *current ratio* atau *working capital ratio*. Perumusannya adalah sebagai berikut (Riyanto, 1998).

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{aktiva lancar}}{\text{hutang lancar}}$$

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) dan Cho (1998) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kelebihan dana dapat digunakan sebagai sumber pembiayaan atau diinvestasikan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Kesempatan investasi perusahaan lebih besar jika perusahaan tersebut memiliki dana yang menganggur. Penelitian Itturiaga dan Sanz (1998) menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan yang semakin tinggi akan digunakan sebagai salah satu alternatif yang digunakan oleh perusahaan sebagai sumber investasi dalam jangka panjang yang akan berdampak pada penciptaan nilai perusahaan.

2.1.7 Profitabilitas

Profitabilitas memberikan gambaran tentang tingkat efektifitas pengelolaan perusahaan (Weston, F. J dan Brigham, E.J., 1994). Menurut Sartono (1996) “profitabilitas” adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Dalam melakukan analisis laporan keuangan, pemegang saham dan calon investor akan melihat dari sisi profitabilitas dan risiko, karena kestabilan harga saham akan sangat tergantung dengan dengan keuntungan dan deviden dimasa yang akan datang. Sedang

Husnan (1998) mengemukakan bahwa kalau kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat maka harga saham juga akan meningkat pula, dengan kata lain profitabilitas akan mempengaruhi harga saham. Harga saham yang tinggi dibandingkan earning yang diperoleh menunjukkan perusahaan akan memberikan arus kas yang lebih besar di masa mendatang. Arus kas tersebut dapat diperoleh dari gain atau dividen.

Kemakmuran (*wealth*) investor akan sangat tergantung pada return yang diharapkan dan risiko dari taksiran aliran kas pada masa yang akan datang. Laporan keuangan perusahaan yang menggambarkan hasil masa lalu telah cukup untuk dijadikan pedoman aktivitas pada masa yang akan datang. Laporan keuangan dimasa lalu tidak secara langsung menggambarkan risiko dan waktu terjadinya aliran kas dimasa yang akan datang, namun analisis profitabilitas yang dilakukan berdasarkan *Rate of Return* masa lalu dapat memberikan gambaran dan informasi yang berguna bagi manajemen dan para analis diluar perusahaan.

Publikasi laporan keuangan merupakan saat yang ditunggu oleh para investor di pasar modal, karena para investor dapat mengetahui perkembangan perusahaan. Laporan keuangan tersebut dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk menjual atau membeli saham dari perusahaan tersebut. Investor yang rasional akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi karena laba yang diperoleh perusahaan tersebut juga tinggi. Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan, semakin baik prospek perusahaan sehingga investor tidak berminat menjual sahamnya pada perusahaan tersebut.

Analisis profitabilitas merupakan bagian dari analisis laporan keuangan. Riyanto (1995) laporan keuangan memberikan ikhtisar mengenai keadaan finansial suatu perusahaan, dimana neraca (*balance sheet*) mencerminkan nilai aktiva, hutang dan modal sendiri pada saat tertentu. Sedangkan laporan rugi laba (*income statement*) mencerminkan hasil-hasil yang dicapai selama periode tertentu. Rasio Profitabilitas yang akan digunakan sebagai variabel independen dalam penelitian ini adalah *return on asset* (ROA atau juga ROI, *return on investment*). Ratio laba bersih dibanding total aktiva memberikan ukuran hasil pengembalian pada total investasi dalam perusahaannya (*return on investment* = ROI) (Weston, F. J dan Brigham, E.J., 1994).

$$\text{ROI atau ROA} = \frac{\text{EAT}}{\text{total aset}}$$

2.2 Penelitian-Penelitian Terdahulu

1. Cho (1998)

Cho menguji hubungan antara kepemilikan manajerial, investasi dan nilai perusahaan dengan menggunakan persamaan simultan menyimpulkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, tetapi sebaliknya kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga Cho (1998) masih mempertanyakan masalah eksogen variabel kepemilikan manajerial pada penelitian sebelumnya. Hal ini disebabkan karena hasil penelitiannya menunjukkan kepemilikan manajerial merupakan variabel endogen. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *insider ownership* dan investasi memiliki hubungan yang signifikan dengan kepemilikan manajerial pada level 0%-38%, tetapi menjadi tidak signifikan pada level diatas 38%. Hasil

temuannya menyarankan bahwa kepemilikan manajerial mungkin tidak dipengaruhi oleh mekanisme intensif dalam membuat keputusan untuk memaksimalkan investasi yang akan meningkatkan nilai perusahaan, sehingga hasil penelitian menolak beberapa hasil penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial, investasi dan nilai perusahaan merupakan variabel endogenus (Suranta dan Mediastuty, 2003). Dengan menggunakan 326 perusahaan pada tahun 1991.

2. Barnhart dan Rosentain (1998)

Barnhart dan Rosentain menguji mengenai struktur kepemilikan manajerial, komposisi dewan pengurus dan kinerja perusahaan secara bersama-sama menetapkan, dan menghasilkan penentuan beberapa dukungan untuk hubungan *curvilinear* antar kepemilikan manajerial dan kinerjanya. Sampel penelitian yang diuji adalah 321 perusahaan dalam 1990. Datanya berupa laporan keuangan yang mencoba pada tipe industri komputer.

3. Lemmon M dan Lins K (2003)

Menguji akibat kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sampai krisis keuangan. Krisis keuangan mengakibatkan secara negatif pada kesempatan investasi. Penelitian ini menggunakan sebanyak 800 perusahaan-perusahaan di negara asia timur.

4. Itturiaga dan Sanz (1998)

Bahwa hasil penelitian tentang hubungan kepemilikan manajerial dengan nilai atau kinerja perusahaan masih bertentangan dan menunjukkan dua arah yang utama yaitu *monotonic* dan *non monotonic*, dengan menggunakan perusahaan-

perusahaan di Spanyol sebagai bahan penelitiannya (Suranta dan Medistuty, 2003).

5. Fuerst dan Kang (2000)

Ownership yaitu dari besarnya kepemilikan CEO dan corporate insiders mempunyai pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan dan nilai pasar, yang merupakan penelitian-penelitian dari perusahaan-perusahaan di New York.

6. Morck et al (1988) dan McConnell dan Servaes (1990)

Morck et al (1988) menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial akan menyebabkan pemegang saham eksternal semakin sulit memantau tindakan manajer dalam perusahaan.

7. Short dan Keasey (1999)

Short dan Keasey (1999) melakukan penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja dan nilai perusahaan di Inggris. Penelitian ini menggunakan metode regresi berganda dengan prosentase kepemilikan manajerial, kepemilikan eksternal serta variabel kontrol seperti penjualan, pertumbuhan, biaya penelitian dan pengembangan serta hutang sementara dan nilai pasar saham sehingga variabel terikat. Hasil analisis menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara signifikan terhadap keduanya sementara itu kepemilikan eksternal tidak berpengaruh secara signifikan, sementara variabel kontrol seperti penjualan, tingkat pertumbuhan, biaya penelitian dan pengembangan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat.

8. Suranta dan Mediastuty (2003)

Suranta dan Mediastuty (2003) menguji penelitian dengan model persamaan linear simultan, hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan hubungannya adalah *non monotonic* gagal untuk diterima, nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan investasi juga gagal diterima, investasi dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan hubungannya adalah *non monotonic* gagal untuk diterima, nilai investasi dipengaruhi oleh nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial juga mengalami hal yang sama yaitu gagal diterima kemudian penelitian yang lainnya yaitu kepemilikan saham oleh dewan direksi dan komisaris dipengaruhi oleh nilai dan investasi perusahaan juga gagal diterima.

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel	Data	Penemuan
1.	Cho (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • Insider Ownership • Corporate value • Investment 	326 perusahaan pada tahun 1991	<ul style="list-style-type: none"> • Menyimpulkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial • Kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi nilai perusahaan.
2	Barnhart dan Rosenstein (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • Struktur Kepemilikan • Periklanan • Research and Development • Total Asset Debt to Total Asset. 	321 sampel perusahaan dalam 1990. Datanya berupa laporan keuangan mencoba pada tipe industri komputer.	<ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan manajerial, komposisi dewan pengurus, dan kinerja perusahaan secara bersama-sama menetapkan, dan menghasilkan penentuan beberapa dukungan untuk hubungan curvilinear antar kepemilikan manajerial dan kinerjanya.
3.	Lemmon M., dan Lins K. (2003)	<ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan manajerial • Corporate 	800 perusahaan-perusahaan di negara asia	<ul style="list-style-type: none"> • Menguji akibat kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sampai krisis keuangan.

		Governance • Nilai perusahaan	timur	<ul style="list-style-type: none"> • Krisis keuangan mengakibatkan secara negatif pada kesempatan investasi.
4.	Itturiaga dan Sanz (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan manajerial • Nilai atau kinerja perusahaan 	Perusahaan-perusahaan di Spanyol	<ul style="list-style-type: none"> • Hasil penelitian tentang hubungan kepemilikan manajerial dengan nilai atau kinerja perusahaan masih bertentangan • Menunjukkan dua arah yang utama yaitu <i>monotonic</i> dan <i>non monotonic</i>
5.	Fuerst dan Kang (2000)	<ul style="list-style-type: none"> • Ownership • Kinerja perusahaan • Nilai pasar 	1638 perusahaan publik di NYSE	<ul style="list-style-type: none"> • Ownership yaitu dari besarnya kepemilikan CEO dan corporate insiders mempunyai pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan dan nilai pasar
6.	Morck et al (1988) dan McConell dan Servaes (1990)	<ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan manajerial • Nilai perusahaan 	—	<ul style="list-style-type: none"> • Menemukan hubungan yang <i>non-monotonic</i> • Kepemilikan manajerial mempengaruhi nilai perusahaan. • Mereka menyatakan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah dalam kepemilikan manajerial akan menaikkan nilai perusahaan. • Pada level kepemilikan manajerial yang tinggi, peningkatan dalam kepemilikan manajerial akan menurunkan nilai perusahaan.
7.	Short dan Keasey (1999)	<ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan manajerial • Kinerja perusahaan • Nilai perusahaan 	Perusahaan-perusahaan di Inggris	<ul style="list-style-type: none"> • Hasil analisis menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara signifikan terhadap keduanya • Kepemilikan eksternal tidak berpengaruh secara signifikan • Variabel kontrol seperti penjualan, tingkat pertumbuhan, biaya penelitian dan pengembangan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat.
8.	Suranta E., dan Midiastuty P., (2003)	<ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan manajerial • Nilai perusahaan • Investasi 	Perusahaan yang ada di Indonesia dari tahun 1994 sampai dengan 2000	<ul style="list-style-type: none"> • Nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan hubungannya adalah <i>non monotonic</i> gagal untuk diterima • Nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan investasi juga gagal diterima • Investasi dipengaruhi oleh kepemilikan

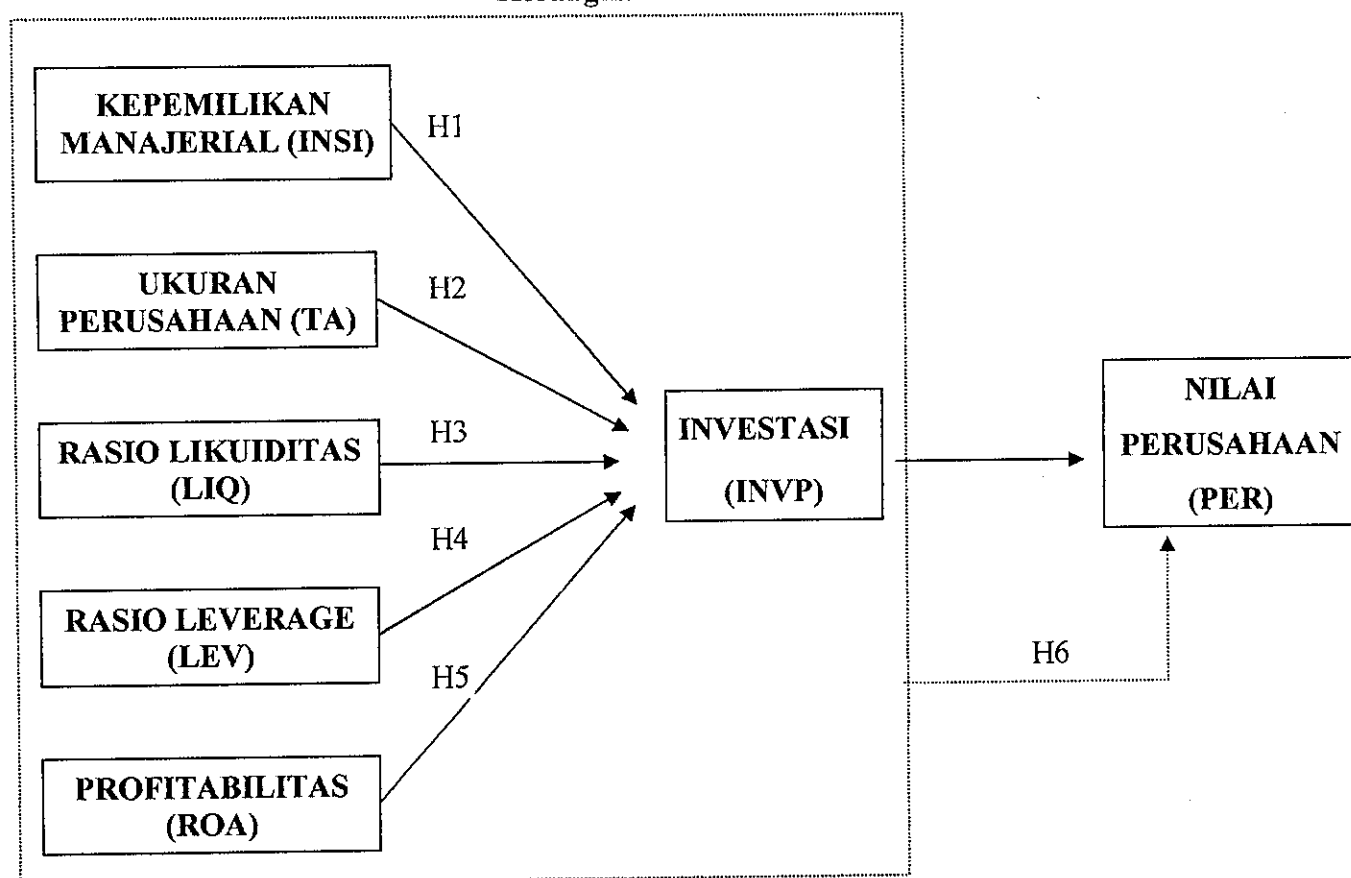
				<p>manajerial dan hubungannya adalah <i>non monotonic</i> gagal untuk diterima</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nilai investasi dipengaruhi oleh nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial gagal diterima • Kepemilikan saham oleh dewan direksi dan komisaris dipengaruhi oleh nilai dan investasi perusahaan juga gagal diterima.
--	--	--	--	---

Sumber : Jurnal-jurnal penelitian terdahulu yang diolah untuk penelitian

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka yang dikembangkan di atas, maka disusunlah suatu kerangka pemikiran teoritis secara sistematis yang dapat dilihat dalam gambar 2.1, sebagai berikut:

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Berdasarkan gambar 2.1 dapat dijelaskan bahwa variabel kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, likuiditas, leverage dan profitabilitas akan diuji pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dimana investasi sebagai variabel moderating.

2.4 Hipotesis

Hipotesis alternatif yang diajukan pada penelitian ini adalah:

1. H1a: kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan
H1b: interaksi kepemilikan manajerial dan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan
2. H2a: ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan
H2b: interaksi ukuran perusahaan dan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan
3. H3a: likuiditas berpengaruh terhadap nilai perusahaan
H3b: interaksi likuiditas dan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan
4. H4a: rasio leverage berpengaruh terhadap nilai perusahaan
H4b: interaksi rasio leverage dan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan
5. H5a: profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan
H5b: interaksi profitabilitas dan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan
6. H6: variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan

2.5 Definisi Operasional

1. Kepemilikan Manajerial

kepemilikan manajerial diberi simbol INSI yang diukur dari proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh komisaris, dewan direksi dan pihak manajemen.

2. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diberi simbol PER yang diukur dari rasio harga saham terhadap pendapatannya yang menunjukkan jumlah investor yang sedia membayar untuk setiap unit mata uang besarnya laba.

3. Investasi Perusahaan

Investasi perusahaan diberi simbol INVP yang diukur dari selisih nilai investasi pada tahun t (sekarang) dengan $t-1$ (tahun sebelumnya).

4. Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan diberi simbol TA yang diukur dari Total Asset Perusahaan.

5. Leverage

Leverage diberi simbol LEV yang dihitung dengan membagi total hutang (*liabilities*) dengan total aktiva

6. Likuiditas

Likuiditas diberi simbol LIQ yang dihitung dengan membagi aktiva lancar dengan total aktiva perusahaan.

7. Profitabilitas

Profitabilitas diberi simbol ROA karena dihitung dari ROA (*Return on assets*).

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Menurut Hermawan Warsito (1995) data sekunder adalah informasi yang telah dikumpulkan oleh pihak lain, dimana peneliti tidak langsung memperoleh dari sumbernya. Data-data sekunder dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan selama periode penelitian tahun 2000, 2001 dan 2002, dan data prosentase saham yang dimiliki oleh manajer dan dewan direksi (*insider ownership*). Data – data ini diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dimuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2001 – 2003, *JSX Statistics* tahunan 4th quarter, dan publikasi lainnya yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini.

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi adalah sekumpulan elemen atau unsur yang menjadi obyek penelitian dan elemen tersebut merupakan satuan analisis (Hermawan W, 1995). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan, terkecuali perusahaan yang bergerak di sektor keuangan dan BUMN. Perusahaan yang bergerak di keuangan seperti perbankan dan asuransi tidak digunakan, sebagai sampel disebabkan baik perbankan dan asuransi mempunyai kecenderungan mengalami sering pergantian dewan komisaris. Seperti diungkapkan pula, oleh survei *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* 2003, bahwa BCA (Bank Central Asia) oleh kalangan analisa sekuritas banyak disorot mempunyai masalah bongkar-pasang dewan

komisarisnya. Alasan perusahaan BUMN tidak digunakan sebagai sampel karena merupakan milik pemerintah.

Sampel penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan, diambil dengan teknik *purposive sampling*. Menurut Mardalis (1999) penggunaan teknik *purposive sampling* mempunyai suatu tujuan atau dilakukan dengan sengaja, cara penggunaan sampel ini diantara populasi sehingga sampel tersebut mewakili karakteristik populasi yang telah dikenal sebelumnya. Sedangkan menurut Husaini Usman dan Purnomo S.A (2000) teknik *purposive sampling* digunakan apabila anggota sampel yang dipilih secara khusus berdasarkan tujuannya. Pemilihan sampel harus memenuhi kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Emiten yang belum Tbk dan listed pada waktu tahun 2000 tidak bisa diikutsertakan karena belum *go public*. Hal ini disebabkan belum melakukan transparansi, akuntabel dan bisa dipercaya.
2. Memiliki data persentase saham yang dimiliki oleh manajer dan dewan direksi
3. Memiliki laporan keuangan secara lengkap selama periode penelitian yaitu tahun 2000, 2001, dan 2002.

Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau *pooling data (Time Series Cross-Sectional)*. Pooling data dilakukan dengan menjumlahkan perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian pada periode tiga tahun penelitian yaitu 2001, 2002, dan 2003. Keunggulan sampel secara pooling data yaitu diperolehnya jumlah sampel yang lebih besar maka diharapkan dapat meningkatkan *power of test* penelitian. Berikut ini adalah proses pengambilan sampel dari populasi.

Tabel 3.1
Proses Pengambilan Sampel

No	Kriteria	2000	2001	2002	Jumlah
1	Emiten kategori non keuangan yang memiliki data kepemilikan saham oleh manajer dan dewan (<i>insider ownership</i>).	100	116	113	329
2	Emiten tidak memiliki data kepemilikan saham oleh manajer dan dewan Komisaris selama periode 2000, 2001 dan 2002.	27	43	40	110
3	Sampel final	73	73	73	219

Sumber : ICMD tahun 2001, 2002, dan 2003

3.3 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dengan cara teknik dokumentasi yaitu dengan mengumpulkan terbitan media cetak dimana terdapat data laporan keuangan perusahaan yang go publik di Bursa Efek Jakarta. Data laporan keuangan tahunan ada dalam *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 2001, 2002, dan 2003.

3.4 Metode Analisis

3.4.1. Regresi Linier Berganda

Teknik analisis yang akan dilakukan dalam penelitian ini adalah analisa data kuantitatif, untuk memperhitungkan dan memperkirakan secara kuantitatif dari beberapa faktor secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan. Pada penelitian ini untuk mengolah dan membahas data yang telah diperoleh dan untuk menguji Hipotesis yang diajukan digunakan teknik analisis regresi berganda. Teknik analisis regresi dipilih untuk digunakan dalam penelitian ini karena teknik regresi berganda dapat menyimpulkan secara langsung mengenai pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan baik secara parsial atau secara bersama-sama. Karena

penelitian ini menggunakan variabel moderating maka teknik analisis regresi yang digunakan menggunakan uji selisih mutlak.

Variabel moderating adalah variabel independen yang menguatkan atau melemahkan hubungan antara variabel independen lainnya terhadap variabel dependen. Penggunaan uji selisih mutlak dilakukan setelah sebelumnya variabel penelitian ditransform dalam bentuk angka standar agar posisi atau satuan variabel penelitian bersifat setara.

Model regresi yang digunakan adalah:

$$\begin{aligned} ZPER = & \alpha + \beta_1 ZINSI + \beta_2 |ZINSI - ZINVP| + \beta_3 ZTA + \beta_4 |ZTA - ZINVP| + \\ & \beta_5 ZLIQ + \beta_6 |ZLIQ - ZINVP| + \beta_7 ZLEV + \beta_8 |ZLEV - ZINVP| + \\ & \beta_9 ZROA + \beta_{10} |ZROA - ZINVP| + e \end{aligned}$$

Keterangan :

ZPER	= nilai perusahaan	ZROA	= <i>return on asset</i>
ZINSI	= kepemilikan manajerial	α	= konstanta
ZTA	= total asset (ukuran perusahaan)	$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{11}$	= koefisien regresi
ZLEV	= rasio leverage	e	= residual
ZLIQ	= likuiditas		

Sebelum dilakukan analisis regresi berganda, akan dilakukan uji penyimpangan asumsi klasik terlebih dahulu dengan tujuan bahwa model regresi layak diinterpretasi.

3.4.2. Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik

Karena data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model maka perlu dilakukan beberapa pengujian atas beberapa asumsi klasik yang mendasari model regresi. Pengujian asumsi klasik dilakukan agar hasil analisis regresi memenuhi kriteria BLUE (*best linear unbiased estimates*). Uji asumsi

klasik terdiri atas uji normalitas data, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, dan uji multikolinearitas.

3.4.2.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan dengan tujuan menguji apakah dalam model regresi, variabel bebas dan variabel terikat keduanya memiliki distribusi normal atau tidak (Imam Ghazali, 2001). Analisis regresi yang dilakukan dengan menggunakan data yang tidak terdistribusi secara normal akan menghasilkan persamaan regresi yang bias.

Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji kolmogorov smirnov satu arah. Hair *et al* (1998) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji kolmogorov smirnov. Apabila nilai 2 statistiknya tidak signifikan maka sesuatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Uji kolmogorov smirnov dipilih dalam penelitian ini karena uji kolmogorov smirnov dapat secara langsung menyimpulkan apakah data yang ada terdistribusi normal secara statistik atau tidak. Sementara uji normalitas data yang lain seperti dari statistika deskriptif dirasakan tidak efisien karena memerlukan kesimpulan tambahan.

Menurut Hair *et al* (1995) pengujian statistik untuk normalitas sebaiknya menggunakan taraf yang konservatif, misalnya 0,001 dengan tujuan tidak terlalu banyak sampel yang dikeluarkan apabila terdeteksi sebagai outlier. Berdasarkan hal itu maka pada pengujian normalitas menggunakan taraf signifikansi sebesar 0,001

3.4.2.2 Uji autokorelasi

Autokorelasi terjadi apabila penyimpangan terhadap suatu observasi dipengaruhi oleh penyimpangan yang lain atau terjadi korelasi diantara kelompok

observasi menurut waktu dan tempat. Konsekuensi dari adanya korelasi dalam suatu model regresi adalah bahwa variasi tidak menggambarkan variasi populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk menganalisis adanya autokorelasi dalam suatu model regresi dapat dilakukan melalui pengujian terhadap nilai residual, yaitu uji Breusch godfrey. Yaitu dengan meregresikan nilai unstandar residual periode t dengan variabel independen dan unstandar residual pada periode $t-1$. Bisa juga dapat dilakukan dengan uji Durbin Watson statistik.

3.4.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Menurut Imam Ghozali (2001) uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Heteroskedastisitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Bila terjadi gejala heteroskedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan confidence interval melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik menjadi tidak valid lagi.

Heteroskedastisitas dapat di uji dengan uji Glejser. Dalam uji Glejser, model regresi linear yang digunakan dalam penelitian ini diregresikan untuk mendapatkan nilai residualnya. Kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan dan dilakukan regresi dengan semua variabel independen, bila terdapat variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap residual absolut maka terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi ini.

3.4.2.4 Uji Multikolinearitas

Menurut Imam Ghozali (2001) uji ini bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas, dimana model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi orthogonal. Multikolinearitas terjadi jika terdapat hubungan linear antara independen variabel yang dilibatkan dalam model. Jika terjadi gejala multikolinearitas yang tinggi, *standard error* koefisien regresi akan semakin besar dan akan mengakibatkan *confidence interval* untuk pendugaan parameter semakin lebar, dengan demikian terbuka kemungkinan terjadi kekeliruan, menerima hipotesis yang salah dan menolak hipotesis yang benar. Uji asumsi klasik seperti multikolinearitas dapat dilaksanakan dengan jalan meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antar independent variable dengan menggunakan variance inflation factor (VIF). Batas dari VIF adalah 10 dan nilai tolerance value adalah 0,1. Jika nilai VIF lebih besar dari 10 dan nilai tolerance value kurang dari 0,1 maka terjadi multikolinearitas. Bila terdapat gejala multikolinearitas diantara variabel independen maka penanggulangannya adalah dengan mengeluarkan salah satu variabel tersebut dari model.

3.4.3. Pengujian kelayakan model (*goodness of fit test*)

3.4.3.1 Analisis koefisien korelasi dan determinasi

Koefisien korelasi menunjukkan hubungan variabel independen secara bersama-sama dengan variabel dependen sedangkan koefisien determinasi menunjukkan kemampuan variabel independen menerangkan variasi perubahan variabel dependen. Makin tinggi nilai koefisien determinasinya (lebih dari 0,5) maka makin layak suatu model regresi untuk digunakan.

3.4.3.2 Pengujian Hipotesis

1. Pengujian hipotesis parsial

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini secara parsial, sementara uji F digunakan untuk menguji pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama/ simultan. Pada penelitian ini hipotesis H1 sampai H6 diuji dengan menggunakan uji t. Pada uji t, nilai t_{hitung} akan dibandingkan dengan nilai t_{tabel} , apabila nilai t_{hitung} lebih besar dari pada t_{tabel} , maka H_a diterima dan H_o ditolak artinya terdapat pengaruh secara parsial demikian pula sebaliknya.

Nilai t_{hitung} dihitung dengan rumus :

$$t_{hitung} = \frac{b}{\sigma b}$$

Dimana :

b = koefisien regresi variabel independen

σb = deviasi standar koefisien variabel independen

2. Pengujian hipotesis simultan

Sementara itu pengujian Hipotesis H7 akan dilakukan akan uji F, uji F dilakukan dengan membandingkan F_{hitung} dengan nilai F_{tabel} , apabila nilai F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} maka H_a diterima dan H_o ditolak artinya terdapat pengaruh secara simultan, demikian pula sebaliknya. Nilai F_{hitung} dihitung dengan rumus :

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)}, \text{ dimana :}$$

R^2 = Explained sum of squares (ESS)/ koefisien determinasi

$1 - R^2$ = Residual sum of squares

n = jumlah sampel

k = jumlah variabel

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Objek Penelitian

Obyek penelitian disini merupakan perusahaan-perusahaan yang telah go Publik atau telah tercatat di Bursa Efek Jakarta dengan periode pengamatan pada perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahun 2000 (diperoleh dari ICMD 2001), tahun 2001 (diperoleh dari ICMD 2002), tahun 2002 (diperoleh dari ICMD 2003). Berdasarkan kriteria pengambilan sampel berikut ini prosedur penentuan sampel.

Tabel 4.1
Prosedur Pengambilan Sampel

No	Kriteria	2000	2001	2002	Jumlah
1	Emiten kategori non keuangan yang memiliki data kepemilikan saham oleh manajer dan dewan (<i>insider ownership</i>).	100	116	113	329
2	Emiten tidak memiliki data kepemilikan saham oleh manajer dan dewan Komisaris (<i>insider ownership</i>) selama periode 2000, 2001 dan 2002.	27	43	40	110
3	Sampel final	73	73	73	219
4	Sampel dikeluarkan karena outlier	12	11	8	31
5	Sampel yang dianalisis	61	62	65	188

Sumber : data sekunder ICMD 2001, 2002, 2003 diolah

Berdasarkan tabel 4.1, jumlah emiten selama periode pengamatan yang memiliki data kepemilikan saham oleh manajer dan dewan (*insider ownership*)

sebanyak 329 emiten. Dari jumlah sampel tersebut, emiten yang selalu memiliki data *insider ownership* selama tiga tahun sebanyak 219 emiten. Kemudian karena model regresi diindikasikan tidak berdistribusi normal maka dilakukan deteksi sampel yang bersifat outlier. Dari deteksi tersebut sampel yang dikeluarkan sebanyak 12 pada tahun 2000, 11 pada tahun 2001 dan 8 pada tahun 2002 sehingga jumlah sampel yang dianalisis sebanyak 188 emiten.

Pengelompokan sektor emiten yang menjadi sampel adalah sebagai berikut :

Tabel 4.2

Klasifikasi Sampel Berdasarkan Sektor Usaha

No	Sektor	Jumlah emiten	Persentase
1	Pertanian	3	4,11%
2	Manufaktur	47	64,38%
3	Jasa	23	31,51%
	Jumlah	73	100,00%

Sumber : Data Sekunder ICMD 2001 – 2003 diolah

Berdasarkan tabel 4.2, dapat diketahui bahwa emiten yang paling banyak dianalisis pada penelitian adalah emiten yang termasuk sektor manufaktur, sebanyak 47 emiten atau 64,38%, kemudian sektor jasa sebanyak 23 emiten atau 31,51% dan paling sedikit adalah sektor pertanian hanya ada 3 perusahaan atau 4,11%.

4.2 Hasil dan Pembahasan

4.2.1 Statistik Deskriptif

Berikut ini statistik deskriptif data penelitian yang dianalisis

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INSI (Kepemilikan manajerial)	188	,01	89,44	10,1457	13,6130
PER (Nilai Perusahaan)	188	-17,13	25,66	4,4184	7,5726
INVP (Nilai Investasi)	188	-129769	501441	-19146,56	146468,34
TAT (Total Asset)	188	10516	15452703	1048406,74	1853357,73
LEV (Rasio Leverage)	188	,02	2,94	,7539	,5255
LIQ (Rasio Likuiditas)	188	,01	21,67	1,9751	3,2046
ROA (Return on Asset)	188	-63,03	182,73	7,5428	24,9448

Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

Berdasarkan tabel 4.3 dapat dijelaskan sebagai berikut :

- 1) Kepemilikan manajer dalam perusahaan paling kecil sebesar 0,01% yaitu Lamicitra Nusantara Tbk, sedangkan paling besar pada perusahaan Betonjaya Manunggal Tbk sebesar 89,44%. Rata-rata kepemilikan manajerial pada perusahaan yang diteliti sebesar 10,15%.
- 2) Nilai PER yang paling kecil sebesar -17,13 pada perusahaan Jakarta Setiabudi Internasional Tbk sedangkan nilai tertinggi PER sebesar 25,66 pada perusahaan Sunson Textile Manufacture Tbk. Nilai rata-rata PER sebesar 4,418.

- 3) Pada variabel investasi terdapat perusahaan yang mengalami penurunan investasi dari tahun sebelumnya, yaitu sebesar Rp. 129,7 milyar pada perusahaan Bukaka Teknik Utama Tbk sedangkan perusahaan yang mengalami kenaikan investasi tertinggi adalah Berlian Laju Tanker Tbk sebesar Rp 501 juta. Nilai rata-rata investasi mengalami penurunan sebesar Rp 19 milyar (angka negatif menunjukkan terjadinya penurunan nilai investasi dari tahun t ke tahun berikutnya).
- 4) Perusahaan yang memiliki nilai asset paling rendah adalah Lapindo International Tbk, sebesar Rp. 105 milyar sedangkan asset yang paling tinggi adalah Gudang Garam Tbk sebesar Rp. 15 triliun. Rata-rata aset mendekati Rp 1 triliun.
- 5) Rasio likuiditas yang paling kecil sebesar 0,01 pada perusahaan Mas Murni Indonesia Tbk sedangkan nilai tertinggi sebesar 21,67 pada perusahaan Rig Tenders Tbk. Sedangkan rata-ratanya sebesar 1,97.
- 6) Rasio leverage yang paling kecil sebesar 0,02 pada perusahaan Metamedia Technologies Tbk sedangkan nilai tertinggi sebesar 2,94 pada perusahaan Bukaka Teknik Utama Tbk. Sedangkan rata-ratanya sebesar 0,7539.
- 7) Rasio profitabilitas yang paling kecil sebesar -63,03 pada perusahaan Metamedia Technologies Tbk, berarti perusahaan tersebut mengalami kerugian sedangkan nilai tertinggi sebesar 182,73 pada perusahaan Aneka Kimia Raya Tbk. Sedangkan rata-ratanya sebesar 7,54.

4.2.2 Uji Penyimpangan Asumsi Klasik

Sebelum melakukan analisis regresi untuk menguji hipotesis, perlu dilakukan uji penyimpangan asumsi klasik untuk menentukan apakah model regresi yang dipakai sah atau tidak.

4.2.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan *one sample kolmogorov smirnov test*. Menurut Hair dkk (1995) pengujian normalitas model regresi secara multivariate sebaiknya dilakukan pada taraf signifikansi yang konservatif (misalnya 0,001). Pada penelitian ini taraf signifikansi pengujian normalitas digunakan pada taraf 0,01 dengan tujuan untuk mengurangi jumlah data yang bersifat outlier. Model Regresi berdistribusi normal apabila memiliki nilai probabilitas signifikansi (sign) lebih dari 0,01. Berikut ini hasil pengujian normalitas

Tabel 4.4
Pengujian Normalitas : One Sample Kolmogorov Smirnov Test

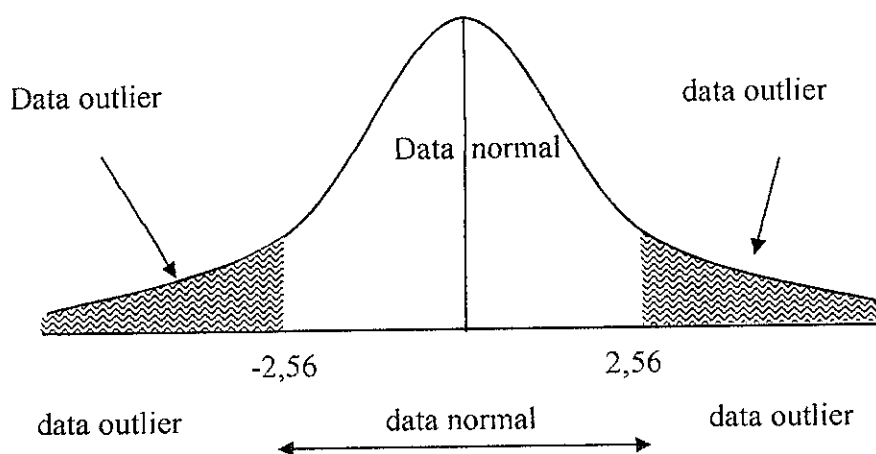
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Model Regresi Awal
N		219
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-5,48853E-10
	Std. Deviation	,9596440
Most Extreme Differences	Absolute	,294
	Positive	,294
	Negative	-,181
Kolmogorov-Smirnov Z		4,352
Asymp. Sig. (2-tailed)		,000
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		

Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

Berdasarkan tabel diatas, model regresi memiliki nilai probabilitas signifikansi (*Asymp. Sig-(2tailed)*) sebesar 0,000. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kedua model regresi pada penelitian ini tidak berdistribusi normal. Model regresi yang tidak memenuhi asumsi normalitas maka pengujian hipotesisnya jika disimpulkan menjadi bias. Dengan demikian untuk menyembuhkan (*remedies*) model regresi perlu dilakukan analisis lebih lanjut untuk mendeteksi data emiten yang bersifat outlier.

Menurut Hair dkk (1995) pengujian normalitas model regresi secara multivariate sebaiknya dilakukan pada taraf signifikansi yang konservatif (misalnya 0,001). Pada penelitian ini taraf signifikansi pengujian normalitas digunakan pada taraf 0,01 dengan tujuan untuk mengurangi jumlah data yang dikeluarkan karena bersifat outlier. Pada $\alpha = 0,01$, suatu observasi model regresi disebut data outlier apabila memiliki nilai Z (*standardized normal distribution*) standar sebesar $\pm 2,56$, angka ini diperoleh dari tabel Z yang bisa dilihat pada lampiran. Secara grafis deteksi outlier bisa dilihat pada gambar berikut ini :

Gambar 4.1
Kriteria Deteksi Outlier



Sumber : Singgih Santoso (2001), disesuaikan dengan penelitian

Berdasarkan gambar diatas, observasi yang dikategorikan normal apabila memiliki nilai Z lebih antara $-2,56$ sampai $+2,56$, sedangkan data outlier apabila memiliki nilai Z kurang dari $-2,56$ dan lebih dari $+2,56$. Berikut ini emiten-emiten yang dikeluarkan dari analisis karena bersifat outlier.

Tabel 4.5
Emiten Dikeluarkan Karena Data Outlier

No	Nama perusahaan	Kode	Tahun
1	Akbar Indo Makmur Stimec	AIMS	2001
2	Arwana Citramulia	ARNA	2001
3	Bumi Resources	BUMI	2001
4	Dharma Samudera Fishing	DSFI	2001
5	Sumi Indo Kabel	IKBI	2001
6	Inter-Pacific Bank	INPC	2001
7	Karka Yasa Profilia	KARK	2001
8	Kridaperdana Indahgraha	KPIG	2001
9	Plastpack Prima Industri	PLAS	2001
10	Ramayana Lestari Sentosa	RALS	2001
11	Ristia Bintang Mahkotasejati	RBMS	2001
12	Tunas Baru Lampung	TBLA	2001
13	Akbar Indo Makmur Stimec	AIMS	2002
14	Bumi Resources	BUMI	2002
15	Perdana Bangun Pusaka	KONI	2002
16	Kridaperdana Indahgraha	KPIG	2002
17	Lamicitra Nusantara	LAMI	2002
18	Lapindo International	LAPD	2002
19	Pudjiadi & Sons Estate	PNSE	2002
20	Roda Vivatex	RDTX	2002
21	Surya Intrindo Makmur	SIMM	2002
22	Tunas Baru Lampung	TBLA	2002
23	Toko Gunung Agung	TKGA	2002
24	Akbar Indo Makmur Stimec	AIMS	2003
25	Sumi Indo Kabel	IKBI	2003
26	Karwell Indonesia	KARW	2003
27	Lamicitra Nusantara	LAMI	2003
28	Lapindo International	LAPD	2003
29	Ristia Bintang Mahkotasejati	RBMS	2003
30	Roda Vivatex	RDTX	2003
31	Surya Intrindo Makmur	SIMM	2003

Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

Berdasarkan tabel 4.6, dapat diketahui bahwa emiten yang dikeluarkan dari analisis sebanyak 31 emiten. Berikut ini hasil pengujian normalitas setelah 31 emiten outlier dikeluarkan.

Tabel 4.6
Pengujian Normalitas : One Sample Kolmogorov Smirnov Test

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Model Regresi Final
N		188
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-1,45457E-09
	Std. Deviation	,8821164
Most Extreme Differences	Absolute	,097
	Positive	,097
	Negative	-,085
Kolmogorov-Smirnov Z		1,324
Asymp. Sig. (2-tailed)		,060
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		

Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

Berdasarkan tabel 4.6 nilai signifikansi model regresi final sebesar 0,060 dimana nilainya lebih besar dari 0,01 sehingga disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini berdistribusi normal. Dari pengujian normalitas ini maka selanjutnya data yang dianalisis baik untuk uji penyimpangan asumsi klasik maupun interpretasi hipotesis adalah data yang outlier-nya sudah dikeluarkan.

4.2.2.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas dilakukan dengan uji glejser untuk mengetahui. Yaitu dengan meregresikan nilai residual yang diabsolutkan (sebagai variabel dependen) dengan variabel independen. Kriteria suatu model regresi terkena problem heteros atau tidak kena adalah sebagai berikut :

- Terkena heteroskedastisitas : nilai probabilitas signifikansi (Sig.) lebih kecil dari 0,05.
- Tidak terkena heteroskedastisitas : nilai probabilitas signifikansi (Sig.) lebih besar dari 0,05.

Berikut ini hasil pengujian heteroskedastisitas

Tabel 4.7
Uji Heteroskedastisitas (Uji Glejser)

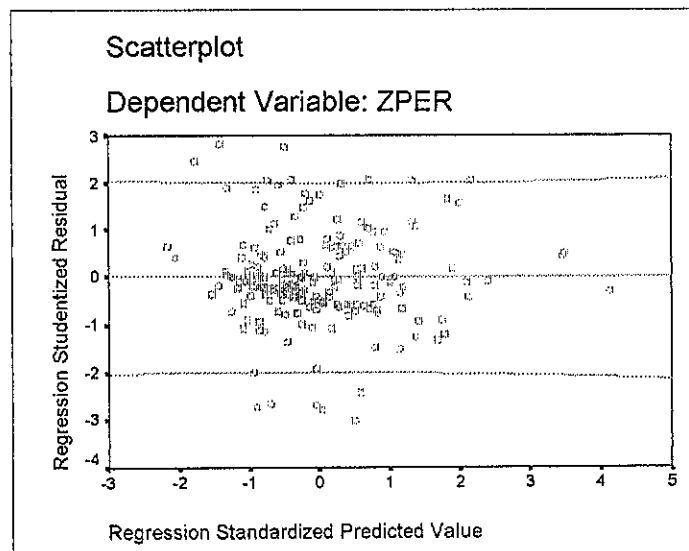
Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,585	,065		9,004	,000
	ZINSI	-9,23E-02	,061	-,151	-1,513	,132
	[ZINSI-ZINVP]	7,756E-04	,082	,001	,010	,992
	ZTAT	-3,95E-02	,059	-,065	-,670	,504
	[TAT-ZINVP]	-5,28E-02	,087	-,091	-,606	,545
	ZLIQ	-2,28E-02	,087	-,037	-,262	,794
	[ZLIQ-ZINVP]	-,117	,099	-,216	-1,179	,240
	ZLEV	-,201	,059	-,329	-3,416	,001
	[ZLEV-ZINVP]	,117	,075	,230	1,564	,120
	ZROA	-,169	,057	-,276	-2,947	,004
	[ZROA-ZINVP]	7,839E-02	,066	,180	1,192	,235

a. Dependent Variable: ABS_RES

Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

Berdasarkan tabel 4.7, nilai signifikansi variabel penelitian ada yang memiliki nilai Pvalue sebesar 0,001 (ZLEV) dan 0,004 (ZROA) lebih kecil 0,05 namun demikian sebagian besar variabel yang dianalisis (9 variabel) memiliki nilai P value lebih besar 0,05. sehingga disimpulkan tidak terkena heteroskedastisitas. Secara grafis kesimpulan ini didukung dengan scatter plot Sresid dan ZPRED, yang menunjukkan garis regresi lurus.

Gambar 4.2
Uji heteroskedastisitas



Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

4.2.2.3 Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dilakukan dengan durbin Watson statistik untuk mengetahui terdapatnya korelasi residual pada periode t dengan periode $t-1$. berikut ini kriteria pengujian durbin Watson.

Tabel 4.8

Tabel Pengujian Autokorelasi (Durbin Watson Statistik)

Nilai DW hitung	Zona	Kesimpulan
Kurang dari 1,738	Zona 1	Ada Autokorelasi
1,738 – 1,799	Zona 2	Tanpa Kesimpulan
1,799 – 2,201	Zona 3	Tidak ada Autokorelasi
2,201– 2,262	Zona 4	Tanpa Kesimpulan
Lebih dari 2,262	Zona 5	Ada Autokorelasi

Sumber : Gujarati (1995) disesuaikan dengan n (observasi) dan k (variabel) berbeda

Nilai DW hitung sebesar 1,973 DW hitung tersebut apabila dibandingkan dengan kriteria pada tabel diatas maka kedua model regresi terletak pada zona 3. Dengan demikian disimpulkan bahwa model regresi penelitian ini bebas problem autokorelasi.

4.2.2.4 Uji Multikolinieritas

Pengujian multikolinieritas dilakukan dengan melihat nilai VIF dan tolerance dibandingkan dengan *cut value*. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui korelasi antar variabel independen. Model regresi yang variabel independen saling berkorelasi maka terkena problem multikolinieritas. Kriteria pengambilan keputusan model regresi terkena problem multikolinieritas atau tidak Berdasarkan VIF dan tolerances sebagai berikut :

- Tidak terkena multikolinieritas : nilai VIF kurang dari 10 dan tolerance lebih dari 0,1
- Terkena multikolinieritas : nilai VIF lebih dari 10 dan tolerance kurang dari 0,1.

Berdasarkan pengujian statistik semua model regresi penelitian ini tidak terkena multikolinieritas karena memiliki nilai VIF kurang dari 10. seperti yang bisa dilihat pad tabel dibawah ini:

Tabel 4.9
Pengujian Multikolinieritas Dengan VIF dan tolerance

Coefficients ^a			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ZINSI	,493	2,029
	[ZINSI-ZINVP]	,256	3,910
	ZTAT	,527	1,897
	[TAT-ZINVP]	,217	4,605
	ZLIQ	,242	4,136
	[ZLIQ-ZINVP]	,146	6,840
	ZLEV	,530	1,887
	[ZLEV-ZINVP]	,228	4,377
	ZROA	,559	1,788
	[ZROA-ZINVP]	,216	4,632

a. Dependent Variable: ZPER

Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

4.2.2.5 Ringkasan uji penyimpangan asumsi klasik

Berikut ini ringkasan pengujian asumsi klasik.

Tabel 4.10
Ringkasan Uji Penyimpangan Asumsi Klasik

Model Regresi	Normalitas	Heteros kedastisitas	Auto Korelasi	Multiko linieritas
Model 1	Normal	Tidak terkena	Bebas	Tidak terkena

Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

Berdasar pengujian asumsi klasik pada tabel 4.10, model regresi final memenuhi syarat asumsi klasik sehingga disebut BLUE (*best linear unbiased estimation*) atau model linear yang estimasinya tidak bias.

4.2.3 Hasil Estimasi Regresi

Persamaan model regresi penelitian ini sebagai berikut:

$$\begin{aligned} ZPER = & \alpha + \beta_1 ZINSI + \beta_2 |ZINSI - ZINVP| + \beta_3 ZTA + \beta_4 |ZTA - ZINVP| + \\ & \beta_5 ZLIQ + \beta_6 |ZLIQ - ZINVP| + \beta_7 ZLEV + \beta_8 |ZLEV - ZINVP| + \\ & \beta_9 ZROA + \beta_{10} |ZROA - ZINVP| + e \end{aligned}$$

Keterangan :

ZPER = nilai perusahaan

ZINSI = kepemilikan manajerial .

ZINVP= investasi

ZTA = total asset (ukuran perusahaan)

α = konstanta

ZLEV = rasio leverage

ZLIQ = likuiditas

ZROA = *return on asset*

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{11}$ = koefisien regresi

e = residual

Tabel 4.11

Hasil Analisis Regresi

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	36,552	10	3,655	4,300	,000 ^a
	Residual	150,448	177	,850		
	Total	187,000	187			

a. Predictors: (Constant), [ZROA-ZINVP], ZLIQ, ZINSI, ZTAT, ZLEV, ZROA, [ZINSI-ZINVP], [ZLEV-ZINVP], [TAT-ZINVP], [ZLIQ-ZINVP]

b. Dependent Variable: ZPER

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,210	,102		-2,050	,042
	ZINSI	,230	,096	,230	2,393	,018
	[ZINSI-ZINVP]	-2,88E-03	,128	-,003	-,022	,982
	ZTAT	-1,05E-02	,093	-,010	-,113	,910
	[TAT-ZINVP]	-4,26E-02	,137	-,045	-,310	,757
	ZLIQ	-,241	,137	-,241	-1,756	,081
	[ZLIQ-ZINVP]	,164	,156	,185	1,048	,296
	ZLEV	-,372	,093	-,372	-4,014	,000
	[ZLEV-ZINVP]	,327	,118	,393	2,786	,006
	ZROA	7,131E-02	,090	,071	,791	,430
	[ZROA-ZINVP]	-,268	,104	-,375	-2,584	,011

a. Dependent Variable: ZPER

Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

Berdasarkan tabel 4.11 persamaan regresinya adalah

$$Y = -0,210 + 0,230ZINSI - 0,00288[ZINSI-ZINVP] - 0,0105 ZTAT - 0,0426[TAT-ZINVP] - 0,241ZLIQ + 0,164[ZLIQ-ZINVP] - 0,367ZLEV + 0,327[ZLEV-ZINVP] + 0,07131ZROA - 0,268[ZROA-ZINVP]$$

Interpretasi dari persamaan regresi diatas adalah sebagai berikut:

1. Konstanta -0,210 artinya jika nilai semua variabel independen nol maka nilai perusahaan sebesar -0,210 implikasinya adalah apabila investor tidak memiliki informasi mengenai variabel-variabel penelitian maka investor memprediksi nilai perusahaan kecil bahkan negatif karena pada periode yang akan datang perusahaan tersebut diprediksi mengalami kerugian
2. Koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial (INSI) sebesar 0,230 artinya setiap kenaikan kepemilikan manajerial sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lain konstan akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,230%.
3. Koefisien regresi interaksi variabel kepemilikan manajerial (INSI) dengan investasi sebesar -0,00288 artinya setiap kenaikan kedua variabel tersebut secara bersama-sama sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lain konstan akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,00288%.
4. Koefisien regresi variabel total aset (TAT) sebesar -0,0105 artinya setiap kenaikan total aset sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lain konstan akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,0105%.
5. Koefisien regresi variabel interaksi total aset (TAT) dengan investasi (INVP) sebesar -0,0426 artinya setiap kenaikan kedua variabel tersebut

secara bersama-sama sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lain konstan akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,0426%.

6. Koefisien regresi variabel likuiditas (LIQ) sebesar -0,241 artinya setiap kenaikan likuiditas sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lain konstan akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,241%.
7. Koefisien regresi variabel interaksi likuiditas (LIQ) dengan investasi (INVP) sebesar 0,164 artinya setiap kenaikan kedua variabel tersebut secara bersama-sama sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lain konstan akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,164%.
8. Koefisien regresi variabel leverage (LEV) sebesar -0,372 artinya setiap kenaikan leverage sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lain konstan akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,372%.
9. Koefisien regresi variabel interaksi leverage (LEV) dengan investasi (INVP) sebesar 0,327 artinya setiap kenaikan kedua variabel tersebut secara bersama-sama sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lain konstan akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,327%.
10. Koefisien regresi variabel return on asset (ROA) sebesar 0,07131 artinya setiap kenaikan ROA sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lain konstan akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,07131%.
11. Koefisien regresi variabel interaksi return on asset (ROA) dengan investasi (INVP) sebesar -0,268 artinya setiap kenaikan kedua variabel tersebut secara bersama-sama sebesar 1% dengan asumsi variabel independen lain konstan akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,268%.

Koefisien korelasi model regresi sebesar 0,442 artinya hubungan variabel independen secara bersama-sama dengan variabel dependen sebesar 44,2%, sedangkan kemampuan variabel independen secara bersama-sama menerangkan variasi perubahan variabel dependen sebesar 15,0% (diperoleh dari nilai *adjusted R²*) karena jumlah variabel lebih dari tiga.

4.2.4 Pengujian Hipotesis

Ringkasan hasil pengujian hipotesis bisa dilihat pada tabel berikut ini

Tabel 4.12
Hasil Pengujian Hipotesis

No	Variabel	Hipotesis	t_{hitung}	Sig.	Kesimpulan
1	ZINSI	H1a	2,393	,018	Terdapat pengaruh
2	[ZINSI-ZINVP]	H1b	-,022	,982	Tidak berpengaruh
3	ZTAT	H2a	-,113	,910	Tidak berpengaruh
4	[TAT-ZINVP]	H2b	-,310	,757	Tidak berpengaruh
5	ZLIQ	H3a	-1,756	,081	Tidak berpengaruh
6	[ZLIQ-ZINVP]	H3b	1,048	,296	Tidak berpengaruh
7	ZLEV	H4a	-4,014	,000	Terdapat pengaruh
8	[ZLEV-ZINVP]	H4b	2,786	,006	Terdapat pengaruh
9	ZROA	H5a	,791	,430	Tidak berpengaruh
10	[ZROA-ZINVP]	H5b	-2,584	,011	Terdapat pengaruh
11	Variabel secara bersama-sama	H6	4,300	,000	Terdapat pengaruh

Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

Keterangan : sel yang diarsir menunjukkan terdapat pengaruh signifikan atau hipotesis terbukti kebenarannya.

4.2.4.1 Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan (H1)

1. H1a : kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Dari hasil analisis, didapat nilai t_{hitung} sebesar 2,393 lebih besar dari t_{tabel} (1,97) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,018 lebih kecil dari 0,05. dari tanda koefisiennya yang bersifat positif menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi nilai perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H1a terbukti (H_0 ditolak) artinya kenaikan kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kenaikan nilai perusahaan.

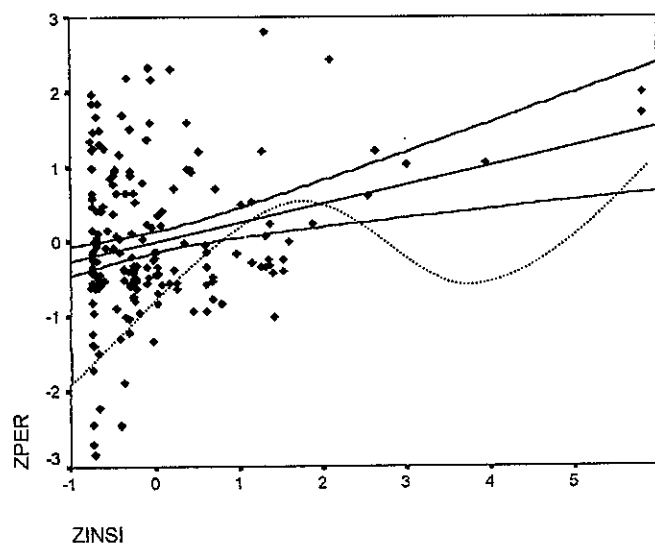
2. H1b : interaksi kepemilikan manajerial dan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Dari hasil analisis, didapat nilai t_{hitung} sebesar $-[0,022]=0,022$ lebih kecil dari t_{tabel} (1,97) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,982 lebih besar dari 0,05. dari tanda koefisiennya yang bersifat negatif menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dengan investasi pengaruhnya bersifat saling melemahkan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H1b tidak terbukti (H_0 diterima) artinya kenaikan investasi tidak berpengaruh secara signifikan memperkuat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial (*insider ownership*) berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Cho (1998); Barnhart dan Rosenstein (1998); Suranta dan Mediastuty (2003) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi nilai

perusahaan, namun sesuai dengan hasil penelitian Morck et al (1988); McConnell dan Servaes (1990); Ituriaga dan Sanz (1998) baik itu pengaruhnya maupun arah hubungannya. Penelitian Morck et al (1988); McConnell dan Servaes (1990); Ituriaga dan Sanz (1998) menunjukkan arah hubungan yang bersifat positif *non-monotonic* atau tidak linear, yaitu memiliki pengaruh positif pada kepemilikan rendah 0% sampai 20%, kemudian memiliki pengaruh negatif pada kepemilikan 21% sampai 38%, sedangkan kepemilikan diatas 40% bersifat positif. Sedangkan pada penelitian ini arah hubungannya bersifat linear dan positif (*positif monotonic*). Arah hubungan ini bisa dilihat pada gambar dibawah ini.

Gambar 4.2
Arah Hubungan Kepemilikan manajerial Dan Nilai Perusahaan



Sumber : data sekunder diolah dengan software SPSS 11.5

Keterangan :

- : hubungan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan pada penelitian ini
- : ilustrasi hubungan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan pada penelitian Morck et al (1988); McConnell dan Servaes (1990); Ituriaga dan Sanz (1998)

Berdasarkan gambar 4.1, arah hubungan positif dan linear ditunjukkan dengan garis regresi yang mempunyai kecenderungan kenaikan nilai perusahaan apabila kepemilikan manajerial meningkat. Analisis berdasarkan regresi linear, kuadratik dan kubik yang memiliki nilai *adjusted R²* adalah pada regresi linear sebesar 0,05965, sedangkan kuadratik nilai *adjusted R²* sebesar 0,0545 dan kubik sebesar 0,550.

Menurut Jensen & Meckling (1976) salah satu alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan antara pengelola perusahaan / pihak manajemen (*insider ownership*) dan pemilik perusahaan (*outsider ownership*) adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen. Lebih lanjut dikemukakan bahwa manajer yang memiliki proporsi saham tinggi pada perusahaan yang dikelolanya akan merasakan langsung manfaat atau keuntungan dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang keliru. Kepemilikan saham yang oleh manajer yang relatif tinggi akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian maka peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dengan cara melakukan strategi dalam menjalankan perusahaan secara hati-hati.

Kenaikan investasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam menguatkan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa tujuan utama yang ingin dicapai

pemegang saham kadang bertentangan dengan pihak manajemen, karena pihak manajemen memiliki tujuan lain, yaitu membuat keputusan yang memperbaiki kesejahteraan mereka sendiri yang merugikan kesejahteraan pemegang saham, atau dengan kata lain aset perusahaan digunakan untuk investasi yang memiliki risiko tinggi akibatnya apabila proyek investasi tersebut gagal maka yang harus menanggung akibatnya adalah pemegang saham. Pernyataan Jensen & Meckling (1976) sesuai dengan hasil penelitian ini karena penelitian ini memperlihatkan bahwa manajer tidak memperlihatkan tanggung jawab yang besar untuk melaksanakan amanat yang diberikan oleh pemegang saham (yaitu, memakmurkan pemegang saham), hasilnya adalah investasi yang telah dilakukan kurang memberikan aliran kas yang meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

4.2.4.2 Pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan (H2)

1. H2a: ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Dari hasil analisis, didapat nilai t_{hitung} sebesar $[-0,113]=0,1132$ lebih kecil dari t_{tabel} (1,97) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,910 lebih besar dari 0,05. dari tanda koefisiennya yang bersifat negatif menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin rendah pula nilai perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H2a tidak terbukti (H_0 diterima) artinya ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2. H2b : interaksi ukuran perusahaan dan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Dari hasil analisis, didapat nilai t_{hitung} sebesar $[-0,310]=0,310$ lebih kecil dari t_{tabel} (1,97) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,757 lebih besar dari 0,05. dari tanda koefisiennya yang bersifat positif menunjukkan bahwa investasi bersifat menguatkan pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H2b tidak terbukti (H_0 diterima) artinya kenaikan investasi tidak berpengaruh secara signifikan memperkuat pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Ituriaga dan Sanz (1998); Cho (1998) dan Suranta dan Mediastuty (2003). Pengaruh ukuran perusahaan bersifat negatif, hal ini menunjukkan aset yang dimiliki belum optimal namun apabila dianalisis bersama investasi maka hubungannya menjadi positif berarti semakin besar nilai aktiva perusahaan semakin besar pula nilai perusahaan. Perusahaan yang besar bisa meningkatkan nilai perusahaannya karena mereka memiliki akses terhadap permodalan di bursa efek perusahaan besar sehingga bisa digunakan untuk investasi juga cenderung menguasai pasar atas produk/jasa yang dihasilkan sehingga investasi yang dilakukan memberikan hasil optimal.

Kenaikan aktiva belum tentu mampu meningkatkan nilai perusahaan seperti yang bisa dilihat pada data bahwa PT Sunson memiliki total aktiva sebesar 817.268 juta rasio PER sebesar 25,66 namun pada PT Jakarta

Setiabudi yang memiliki aktiva sedikit lebih besar, yaitu 980.890 juta namun memiliki rasio PER yang sangat kecil, yaitu -17,13. hal ini memperlihatkan bahwa perusahaan dengan aktiva yang relatif setara bisa saja nilai perusahaannya memiliki perbedaan yang jauh.

4.2.4.3 Pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan (H3)

1. H3a : likuiditas berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Dari hasil analisis, didapat nilai t_{hitung} sebesar $[-1,756]=1,756$ lebih kecil dari t_{tabel} (1,97) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,081 lebih besar dari 0,05. dari tanda koefisiennya yang bersifat negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi likuiditas maka semakin rendah nilai perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H3a tidak terbukti (H_0 diterima) artinya perubahan likuiditas tidak berpengaruh terhadap perubahan nilai perusahaan.

2. H3b : interaksi likuiditas dan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Dari hasil analisis, didapat nilai t_{hitung} sebesar 1,048 lebih kecil dari t_{tabel} (1,97) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,296 lebih besar dari 0,05. dari tanda koefisiennya yang bersifat positif menunjukkan bahwa investasi bersifat menguatkan pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H3b tidak terbukti (H_0 diterima) artinya kenaikan investasi tidak berpengaruh secara signifikan memperkuat pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Likuiditas tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Ituriaga dan Sanz (1998); Cho (1998) dan

Suranta dan Mediastuty (2003) namun memiliki arah yang sama apabila analisisnya dilakukan dengan investasi, yaitu positif. Hasil estimasi variabel yang positif menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan yang semakin tinggi tidak bisa digunakan sebagai salah satu alternatif sebagai sumber investasi dalam jangka panjang yang akan berdampak pada penciptaan nilai perusahaan.

4.2.4.4 Pengaruh rasio leverage terhadap nilai perusahaan (H4)

1. H4a : rasio leverage berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Dari hasil analisis, didapat nilai t_{hitung} sebesar $[-4,014] = 4,014$ lebih besar dari t_{tabel} (1,97) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05. dari tanda koefisiennya yang bersifat negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio hutang ini maka semakin rendah nilai perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H4a terbukti (H_0 ditolak) artinya kenaikan rasio leverage berpengaruh terhadap kenaikan nilai perusahaan.

2. H4b : interaksi rasio leverage dan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Dari hasil analisis, didapat nilai t_{hitung} sebesar 2,786 lebih besar dari t_{tabel} (1,97) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,006 lebih kecil dari 0,05. dari tanda koefisiennya yang bersifat positif menunjukkan bahwa hubungan rasio leverage dengan investasi bersifat saling menguatkan dan berdampak positif pada kenaikan nilai perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H4b terbukti (H_0 ditolak) artinya kenaikan rasio leverage berpengaruh terhadap kenaikan nilai perusahaan.

Rasio leverage berpengaruh terhadap nilai perusahaan. hasil ini sesuai dengan penelitian Ituriaga dan Sanz (1998); Cho (1998) dan Suranta dan Mediastuty (2003). Hasil estimasi yang positif dan signifikan menunjukkan bahwa variabel leverage merupakan salah satu mekanisme dari *corporate governance* yang turut mempengaruhi nilai perusahaan. hal ini disebabkan variabel leverage merupakan salah satu alat kontrol terhadap manajerial jika terjadi masalah dalam *overinvestment*.

4.2.4.5 Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan (H5)

1. H5a : profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Dari hasil analisis, didapat nilai t_{hitung} sebesar 0,791 lebih kecil dari t_{tabel} (1,97) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,430 lebih besar dari 0,05. Dari tanda koefisiennya yang bersifat positif menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas yang dicapai perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H5a terbukti (H_0 ditolak) artinya perubahan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap perubahan nilai perusahaan.

2. H5b: interaksi profitabilitas dan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Dari hasil analisis, didapat nilai t_{hitung} sebesar -2,584 lebih kecil dari $-t_{tabel}$ (-1,9732) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,011 lebih kecil dari 0,05. Dari tanda koefisiennya yang bersifat negatif menunjukkan bahwa investasi bersifat melemahkan pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H5b terbukti (H_0

ditolak) artinya kenaikan investasi berpengaruh secara signifikan memperlemah profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan apabila diinteraksikan dengan investasi namun tidak berpengaruh apabila dihubungkan secara langsung. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Ituriaga dan Sanz (1998); Cho (1998); Jensen et al (1992) dan Wahidawati (2001) namun sesuai dengan penelitian Suranta dan Mediastuty (2003). Estimasi yang bersifat negatif menunjukkan bahwa profitabilitas yang diperoleh perusahaan digunakan untuk membayar hutang. Hal ini diakibatkan dari kesalahan atau distorsi dalam kebijakan investasi yang bersumber dari kebijakan pendanaan dan akibat dari masalah yang berkaitan dengan *overinvestment*, yang memaksa manajemen melakukan pembatasan terhadap penggunaan modal (*discretionary equity*). Penjelasan lain adalah pendanaan investasi melalui laba yang ditahan ternyata memiliki biaya modal yang lebih tinggi dibandingkan dengan aliran kas bersih yang diperoleh dari investasi sehingga bukannya keuntungan seperti yang diharapkan namun kerugian yang diperoleh.

4.2.4.6 Pengaruh variabel independen secara simultan terhadap nilai perusahaan (H6)

Dari hasil analisis, didapat nilai F_{hitung} sebesar 4,300 lebih besar dari F_{tabel} (1,88) dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H6 terbukti (H_0 ditolak) artinya secara bersama-sama variabel independen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI HASIL PENELITIAN

5.1 Kesimpulan

Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan, Dilihat dari tandanya kepemilikan manajerial berhubungan positif dan linear. Tambahan kepemilikan saham pada suatu perusahaan oleh manajer akan memberikan rasa tanggung jawab dalam dirinya sehingga menurunkan *moral hazard* karena merasa perusahaan yang dikelolanya juga perusahaan miliknya juga hal ini akan menyebabkan manajer tersebut menjalankan perusahaan secara optimal untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Tambahan investasi pada perusahaan besar tidak bisa meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan. Pada perusahaan yang berukuran besar, manajer akan berusaha memaksimalkan kemampuannya mengelola perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan, karena pada perusahaan besar cenderung menjadi sorotan masyarakat. Keberhasilan mereka mengelola perusahaan merupakan prestasi bagi diri manajer. Dari aspek psikologi hal ini merupakan kebanggaan bagi diri mereka sedangkan dari aspek fundamental, saham-saham perusahaan tersebut akan dicari oleh investor. Namun pada perusahaan kecil meskipun investasinya kurang besar kadang-kadang juga memberikan keuntungan yang optimal.

Tambahan investasi memiliki pengaruh signifikan pada rasio leverage untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat penggunaan

hutang (pendanaan lewat hutang) digunakan oleh manajer secara efisien untuk meningkatkan nilai perusahaan secara nyata. Namun rasio hutang itu sendiri meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan sehingga menurunkan nilai perusahaan.

Tambahan investasi memiliki tidak berpengaruh signifikan pada likuiditas untuk meningkatkan nilai perusahaan. Likuiditas perusahaan yang tinggi digunakan oleh manajer sebagai salah satu alternatif sumber investasi dalam jangka panjang yang akan berdampak pada penciptaan nilai perusahaan akibatnya nilai perusahaan meningkat.

Tambahan investasi pada profitabilitas justru menurunkan nilai perusahaan secara signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa manajer menahan profit sebagai prioritas utama untuk membayar hutang dan investasi, ternyata investasi yang seharusnya bisa meningkatkan nilai perusahaan mengalami kenyataan yang sebaliknya, yaitu menurunkan nilai perusahaan karena perusahaan terlalu berani berekspansi.

5.2 Implikasi Hasil Penelitian

5.2.1 Implikasi Teoritis

1. Terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Pada kepemilikan manajerial yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan karena manajer juga memiliki perasaan memiliki terhadap perusahaan yang dipegangnya. Hasil ini sesuai dengan penelitian Morck et al (1988); McConnell dan Servaes (1990); Ituriaga dan Sanz (1998) namun bentuk hubungannya

belum sesuai karena bentuk hubungan pada penelitian ini bersifat linear positif (monotonic) sedangkan pada penelitian tersebut nonlinear (non-monotonic). Bentuk hubungan yang monotonic sesuai dengan penelitian Barnhart dan Rosenstein (1998); Suranta dan Mediastuty (2003). Tambahan investasi pada kepemilikan manajerial yang tinggi memberikan pengaruh signifikan pada kenaikan nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan pernyataan Jensen & Meckling (1976) bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi akan mensejajarkan kepentingan insider ownership dan outsider ownership.

2. Pada perusahaan yang memiliki leverage yang tinggi tambahan investasi akan meningkatkan nilai perusahaan karena manajer tidak hanya diawasi oleh pemegang saham saja tapi juga oleh pihak kreditur sehingga manajer akan menjalankan perusahaan dan menjalankan manajemen risiko yang ketat untuk memastikan proyek yang dijalankan memiliki probabilitas keberhasilan yang tinggi.
3. Tambahan tingkat keuntungan yang diperoleh akan semakin menurunkan nilai perusahaan secara signifikan. Hal ini disebabkan keuntungan yang diperoleh tersebut digunakan sebagai sumber pendanaan investasi namun investasi tersebut kurang memberikan hasil yang optimal. Hasil ini sesuai dengan penelitian Suranta dan Mediastuty (2003) namun tidak sesuai dengan penelitian Ituriaga dan Sanz (1998); Cho (1998); Jensen et al (1992) dan Wahidawati (2001).

5.2.2 Implikasi manajerial

1. Pada tingkat kepemilikan saham tinggi atau rendah aktivitas manajer harus dipantau untuk memastikan bahwa investasi yang dilakukan manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pemegang saham dapat memberikan bonus tambahan kepemilikan saham kepada manajer karena bisa meningkatkan rasa tanggung jawab mereka terhadap penggunaan hutang dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.
2. Pihak manajer harus menyediakan tingkat likuiditas yang cukup dalam perusahaan untuk mencegah terjadinya risiko likuiditas (rendahnya rasio likuiditas bisa menyebabkan perusahaan mengalami risiko bangkrut).
3. Sebaiknya pemegang saham menetapkan kebijakan hutang tinggi karena dengan kebijakan ini meskipun risiko bisnis yang dihadapi perusahaan lebih besar tapi hal ini akan mendorong manajer bertindak lebih hati-hati karena mereka juga diawasi oleh kreditur.
4. Pemegang saham harus bersikap pro aktif untuk mengawasi penggunaan laba, akan dibagikan sebagai dividen atau ditahan untuk melakukan investasi atau tambahan modal kerja. Stakeholder yang berpendapat bahwa apabila investasi perusahaan “jenuh” maka laba harus dibagikan, sebaliknya apabila dengan menahan laba bisa digunakan untuk investasi akan meningkatkan nilai perusahaan maka stakeholder bisa menerima keputusan manajer menahan laba.

5.2.3 Keterbatasan Penelitian

1. Jumlah sampel relatif sedikit dibandingkan penelitian Fuerst dan Kang (2000) dan Iturriaga dan Sanz (1998).

5.2.4 Implikasi Penelitian Selanjutnya

1. Peneliti selanjutnya sebaiknya memperpanjang periode pengamatan untuk seperti pada penelitian Fuerst dan Kang (2000) yang sampelnya hingga mencapai 1638.
2. Peneliti selanjutnya sebaiknya bisa mengeksplorasi pengaruh variabel lain yang diduga berperan sebagai variabel moderating antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

DAFTAR REFERENSI

- Basana, Sautma Ronny, 1997, Penggunaan PER Ekonometrika Dalam Penilaian Harga Saham, *Ventura*, Vol. 1, No. 1
- Barnhart, Scott W; Rosenstein, Stuart, 1998, Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis, *The Financial Review*, pp. 1
- Brigham, Eugene F; Weston, Fred J, 1994, Manajemen Keuangan, *Gelora Aksara Pratama*, jilid 1, pp. 57-70
- Gunarsih, Tri, 2003; 2003, Struktur Kepemilikan Sebagai Salah Satu Mekanisme Corporate Governance, *KOMPAK*, No. 8, pp. 155
- Djarmiko, Harmanto E, 2004, Ada Kemajuan, Banyak Keprihatinan, *SWA*, 04/ XX/ 19 Februari-3 Maret 2004, pp. 33
- Chen, Carl R; Steiner, Thomass L, 2000, Tobin's Q, managerial ownership, and analysit coverage: A nonlinier simultaaaneous equation model, *Journal Economics and Business*, Vol: 52, pp. 365
- Gregory, Holly J; Simms, Marsha E, Pengelolaan Perusahaan (Corporate Governance): Apa dan Mengapa Hal Tersebut Penting, [http:// www. Google. Com](http://www.Google.Com)
- Horngen, Charles T; Harrisonn, Walter T; Robinson, Michael A; Secokusumo, Thomas H, Akuntansi, *Salemba Empat*, buku 2, pp. 811 - 813
- Gozali, Imam, Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS, edisi 2
- Karl, Lins; Lemmon, Michael L, 2001, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, *Journal of Finance*, Vol. LVIII, pp. 1445
- Lopes-Itturiaga, Felix J; Rodriguez-Sanz, Juan Antonio, 2001, Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies, *Journal of Management & Governance*, Vol: 5, pp. 179

- McConnell, John J; Servaes, Henri, 1990, Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, **Journal of Financial Economics**, Vol: 27, pp. 595-612
- Morck, Randall; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W, 1988, Management Ownership and Market Valuation; An Empirical Analysis, **Journal of Financial Economics**, Vol: 20, pp. 293-315
- Pambudi, Teguh S, 2004, Barisan Perusahaan Terpercaya, **SWA**, 04/ XX/ 19 Februari-3 Maret 2004, pp. 33
- Setiawan, Augustinus; Taib, Fauziah, 2002, Joint Determination of Firm Debt, Ownership Structure on Firm's Performance: A Methodological Review, **Prossedings for The Fourth Annual Malaysian Finance Association Symposium**, pp. 175
- Suad, Husnan, 2000, Corporate Governance di Indonesia: Pengamatan Terhadap Sektor Korporat dan Keuangan, [http://www. Google. Com](http://www.Google.Com)
- Suad, Husnan, 2000, Manajemen Keuangan – Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang, BPFE Yogyakarta, pp.7
- Sudarmadi, 2004, Tak Rumit menerapkan GCG, **SWA**, 04/ XX/ 19 Februari-3 Maret 2004, pp. 33
- Steiner, Thomas Lorenz, 1996, A Reexamination of the Relationships Between Ownership Structure, Firm Diversification, and Tobin's Q, **AUTUMN**, Vol. 35, No.4
- Suranta, Eddy; Midiastuty, Pranata P, 2003, Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan, **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, pp. 54
- Tandelilin, Eduardus, 2001, Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio, **BPFE-Yogyakarta**
- Wahidahwati, 2002, Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency, **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, pp. 1

Widilestariningtyas, Ony, 2003, Peran Pemeriksaan Struktur Pengendalian Intern
Atas Lingkungan Pengendalian Terhadap Peningkatan Corporate Governance,
Jurnal Unikom, Vol: 4, art8

CURRICULUM VITAE
REZA KUMALA SARI, SE

Tanggal lahir	: 6 Oktober 1980	Alamat	: Jl. Jambu 2 no.1
Status Perkawinan	: Belum Kawin		Semarang
Jenis Kelamin	: Perempuan	Telp./Hp.	: (024) 8445481
			/ 081316655296
Tinggi Badan	: 160 cm	Agama	: Kristen
Berat Badan	: 49 Kg	Hobi	: Travelling

Pendidikan : Lulus SD Negeri Jomblang Timur II, Semarang tahun 1992

Lulus SMP Negeri 8, Semarang tahun 1995

Lulus SMU Sint Louis, Semarang tahun 1998

Lulus Sarjana Ekonomi Manajemen

UNIKA Soegijapranata tahun 2002

Pengalaman :

Organisasi

- Sekretaris dan Bendahara Tabloid PARAGA (Pers Universitas Katolik Soegijapranata) periode tahun 1999-2000
- Sirkulasi dan Iklan Tabloid DIAN FENATA (Pers Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Soegijapranata) periode tahun 1999-2000
- Sie Kesejahteraan Komisi Pemuda GKI Peterongan periode tahun 1999-2000

- Pimpinan Umum Tabloid DIAN FENATA (Pers Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Soegijapranata) periode tahun 2001-2002
- Pembawa Acara dalam seminar Pemasaran oleh Hermawan Kertajaya dengan tema menghadapi persaingan bebas yang diselenggarakan oleh *Indonesian Marketing Association (IMA)*

Kerja :

- Teller merangkap customer service PT. PRODIA selama 4 bulan (2004)
- Supervisor di Swalayan ADA Sunter di Jakarta Utara

Sertifikat – sertifikat :

- Sertifikat lulus Komputer Pengenalan MS. Word dan MS. Excell tahun 1998
- Sertifikat Bahasa Inggris dari CLT, Universitas Katolik Soegijapranata, Semarang
- Sertifikat Ms. Office dari CTC, Universitas Katolik Soegijapranata, Semarang

Piagam – piagam penghargaan :

- Peserta Latihan Keterampilan Manajemen Mahasiswa (LKMM'99) Tingkat Dasar Badan Eksekutif Manajemen Mahasiswa Fakultas Ekonomi UNIKA Soegijapranata, Semarang
- Panitia UNIKA Soegijapranata Stock Trading Simulation pada tanggal 7 November 2001
- Referensi sebagai Pimpinan Umum Tabloid DIAN FENATA (Pers Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Soegijapranata) periode tahun 2000-2001
- Referensi sebagai Pimpinan Umum Tabloid DIAN FENATA (Pers Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Soegijapranata) periode tahun 2001-2002